

THIAGO MENDES ROSA

**POUPANÇA DOMÉSTICA: UM ESTUDO DOS SEUS PRINCIPAIS
DETERMINANTES E SUA INFLUÊNCIA NO CRESCIMENTO ECONÔMICO
BRASILEIRO**

Trabalho apresentado à disciplina de Trabalho de Fim de Curso, no curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná, sob a orientação do Professor Dr. Fábio Doria Scatolin.

**CURITIBA
2011**

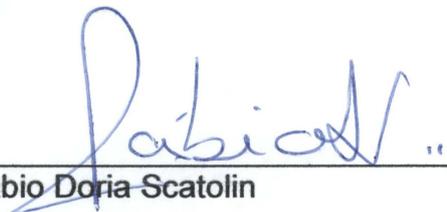
TERMO DE APROVAÇÃO

THIAGO MENDES ROSA

POUPANÇA DOMÉSTICA: UM ESTUDO DOS SEUS PRINCIPAIS
DETERMINANTES E SUA INFLUÊNCIA NO CRESCIMENTO ECONÔMICO
BRASILEIRO

Trabalho de Fim de Curso aprovado com nota 8,5 (oito e meio) como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel no Curso de Graduação em Ciências Econômicas, do Setor de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

Orientador:

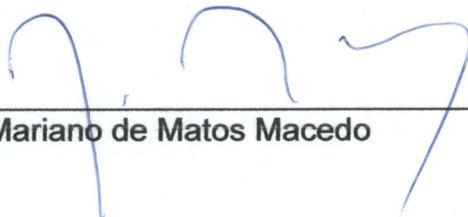


Prof. Dr. Fábio Doria Scatolin

Membros da banca:



Prof. Dr. José Guilherme Silva Vieira



Prof. Dr. Mariano de Matos Macedo

Curitiba, 10 de dezembro de 2011

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Determinantes da taxa de poupança privada – estudos em painel anteriores.....	30
Tabela 2 - Outras variáveis determinantes da Poupança Privada.....	32
Tabela 3 - Gastos em educação, seguro social e saúde (% PIB) - 2006.....	51
Tabela 4 - Inflação - Deflator do PIB - 1976-2009.....	52
Tabela 5 - Taxa de substituição da poupança interna pela externa (1993-99) e da poupança externa pela interna (200-2005) - base: média de 3 anos anteriores	53
Tabela 6 - Poupança Doméstica Bruta – % do PIB – 1976-2009.....	64
Tabela 7- Formação Bruta de Capital Fixo – % PIB – 1976-2009.....	64
Tabela 8 - Taxa de juros real – 1995-2009.....	65
Tabela 9- Crescimento da RNB per capita – 1976-2009	65
Tabela 10 - RNB per capita em US\$ de 2000 – 1976-2009	66
Tabela 11 - Taxa de urbanização – 1976-2009.....	66
Tabela 12 - Coeficiente de dependência – % PIA – 1976-2009	67
Tabela 13 - Dinheiro e quase-dinheiro (M2) – % do PIB – 1976-2009	67
Tabela 14 - Crédito doméstico ao setor privado – % do PIB – 1976-2009	68
Tabela 15 - Receitas menos despesas públicas – % do PIB – 2000-2009.....	68
Tabela 16 - Balanço das transações correntes – % do PIB – 1976-2009.....	69

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Poupança Doméstica Bruta- % do PIB – 1976-2009	39
Gráfico 2- Formação Bruta de Capital Fixo - % do PIB - 1976-2009	40
Gráfico 3 - Taxa real de juros - 1995-2009.....	42
Gráfico 4 - Crescimento % da RNB per capita - 1976-2008.....	43
Gráfico 5 - RNB per capita - 1976-2008 - US\$ 2000	45
Gráfico 6 - Taxa de urbanização - 1976-2009	46
Gráfico 7- Coeficiente de dependência (% PIA) – 1976-2009.....	46
Gráfico 8 - Dinheiro e quase-dinheiro (M2) - % do PIB – 1976-2009.....	48
Gráfico 9 - Crédito doméstico ao setor privado - % do PIB – 1976-2009.....	48
Gráfico 10 - Receitas menos despesas públicas - % do PIB – 2009-2009.....	50
Gráfico 11 - Balanço de transações correntes - % do PIB – 1976-2009.....	54

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	7
2. POUPANÇA E INVESTIMENTO	10
2.1 Poupança e investimento na visão clássica	11
2.1.1 A Equivalência Ricardiana	13
2.2. Poupança e investimento na visão keynesiana	14
2.3. As visões do consumo	17
2.4 Poupança externa.....	20
2.4.1 A Lei de Thirlwall.....	21
2.4.2 Modelo de substituição de poupanças	24
3. DETERMINANTES DA POUPANÇA PRIVADA.....	30
3.1 A descrição das variáveis	30
3.2 Resultados empíricos e análise do caso brasileiro.....	38
3.2.1 O caso brasileiro e a outras experiências.....	39
4. CONCLUSÃO	61
ANEXOS	64
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	70

1. INTRODUÇÃO

Desde os economistas clássicos, como Smith e Ricardo, o crescimento econômico já era objeto de investigação. Nas décadas de 1930 e 1940 surgiram as primeiras teorias estruturadas sobre o tema. Os primeiros modelos propostos, como o de Harrod-Domar, propunham que o crescimento deveria ser impulsionado através da acumulação de capital, pressupondo uma função de produção simples, baseada no capital e no trabalho, e sendo o capital o fator escasso. Com isso, o nível de investimento (e por identidade contábil, o nível de poupança) seria o fator determinante do crescimento.

Com a evolução do pensamento econômico sobre o crescimento, surgiram novas teorias, como a de Solow (1956), que descobriu que o crescimento era explicado não pela acumulação de capital (acumulação esta que apresenta rendimentos decrescentes de escala), mas sim pela mudança tecnológica. Avançando ainda mais na evolução do pensamento econômico, tem-se recentemente a discussão do crescimento endógeno, onde a acumulação de capital passa a apresentar rendimentos, no mínimo, constantes de escala. Todas estas teorias do crescimento são explicadas pela ótica da oferta, ou seja, pelas restrições dos fatores de produção, como o crescimento da população (da força de trabalho).

Paralelamente a estas explicações, existe a teoria de cunho keynesiano, que busca explicar o crescimento econômico através da ótica da demanda, como este sendo limitado por restrições da procura, e não exclusivamente pela restrição da oferta dos fatores produtivos. Com isso, tem-se na Lei de Thirlwall uma importante explicação para o crescimento restringido pelo balanço de pagamentos, onde a taxa de crescimento compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos é equivalente à razão entre volume de exportações e a elasticidade renda da demanda por importações.

Atualmente, a poupança (e o investimento) ainda é apontada pelos economistas como um fator importante para o crescimento dos países, em particular para os países em desenvolvimento, por apresentarem escassez de capital.

A poupança de um país é formada pela soma da poupança interna (S_i) e da poupança externa (S_x). A poupança doméstica, por sua vez, é formada pela soma da poupança das famílias (S_f), da poupança das empresas (S_e) – onde a soma da poupança das famílias e das empresas resulta na poupança privada, e da poupança

do governo (Sg). E, a poupança externa, é, por identidade contábil, o déficit em transações correntes de um país. Portanto, quando a intenção é estudar os determinantes da poupança interna, é preciso entender também a utilização da poupança externa para o crescimento, pois quando esta aumenta, há uma substituição entre as poupanças, fazendo com que a interna diminua.

A utilização sistemática de poupança externa como estratégia de crescimento por um país torna sua economia vulnerável a choques externos. Segundo Bresser-Pereira (2006) tal vulnerabilidade pode ser dividida em três estágios. No primeiro estágio, os déficits em conta corrente, financiados através da poupança externa, causam um processo de substituição da poupança interna pela poupança externa. Com déficits sucessivos em conta corrente, o endividamento externo financeiro e patrimonial do país aumenta até um ponto em que ele chega ao segundo estágio, tornando-se dependente de financiamentos externos, onde qualquer mudança no cenário externo que impeça a continuidade da rolagem da dívida externa pode levar o país a uma crise no balanço de pagamentos. Neste estágio, o país acaba perdendo sua autonomia quanto às políticas econômicas, sendo obrigado a aceitar recomendações vindas dos credores, recomendações estas que podem deixar a margem os interesses nacionais. E, finalmente, o terceiro estágio é o de crise, onde a relação dívida externa em relação ao PIB ou às exportações aumenta tanto que o país perde sua credibilidade com os credores internacionais e estes suspendem seus financiamentos ao país, restando ao país a perda de suas reservas ou, até mesmo, a declaração de moratória.

Para corroborar toda esta discussão feita acima sobre a importância da poupança para crescimento, especificamente para o caso brasileiro, Dani Rodrik *et al* (2005) apresentam uma nova abordagem para a determinação do crescimento econômico: o *Growth Diagnostics*. Segundo seus estudos, os autores apresentam que, diferentemente das proposições do Consenso de Washington, aplicar a mesma "receita" de crescimento para diferentes países, com estruturas distintas, não irá garantir o crescimento econômico. Para eles, cada país deve ser diagnosticado de acordo com suas particularidades, para que sejam identificadas as principais razões que causam restrições de crescimento na economia (*binding constraints*). A partir desta análise, devem ser estudadas diferentes "receitas", que melhor se apliquem a realidade específica do país. Para isso, uma vez identificadas as causas dos entraves ao crescimento, procura-se a melhor maneira de diminuir as distorções que

causam estes entraves e afetam o crescimento econômico. Tais distorções podem existir sob a luz da teoria do segundo melhor. Por exemplo, taxas e subsídios em certas atividades, que causam distorções em outras atividades, podem ser a segunda melhor opção para a realidade de certa atividade. Eliminar estas distorções, dependendo de suas interações com as demais atividades, pode ou não melhorar o bem-estar privado e social de uma economia.

Como em uma economia podem existir diversas restrições e, ainda mais, que tais restrições causem distorções que podem ser interdependentes entre si, os autores reconhecem que existe uma grande dificuldade para identificar todas as restrições e suas respectivas interações. Com isso, eles limitam a análise a distorções que mais se aproximam daquelas que determinam o crescimento econômico, como poupança, investimento, educação e infraestrutura, dentre outras, começando a agir por aquela restrição que tem o maior impacto de entrave ao crescimento.

Com esta abordagem, os autores, utilizando o Brasil como um dos exemplos, encontraram que, os altos custos do sistema financeiro, explicados principalmente pelo baixo nível de poupança doméstica, eram a principal causa do baixo crescimento econômico do Brasil (Rodrik *et al*, 2005, p. 20).

Sendo assim, o objetivo geral deste trabalho é analisar os principais determinantes da poupança doméstica brasileira. Para isso, este trabalho está dividido em quatro seções, incluindo esta introdução. O capítulo 2 é dedicado a uma revisão teórica sobre a determinação da poupança, apresentando as principais visões (clássica e keynesiana) acerca do assunto. Ainda neste capítulo são apresentadas as diferentes visões da determinação do consumo e os modelos teóricos a respeito da utilização da poupança externa, com a Lei de Thirlwall e o Modelo de Substituição de Poupanças. No capítulo 3 é realizada uma análise dos principais estudos internacionais recentes feitos sobre as variáveis determinantes da poupança doméstica. Completando o capítulo, é realizada uma análise comparada dos resultados destes estudos, confrontando os dados das variáveis para o Brasil com outros três países: Chile, China e Coréia do Sul. Finalmente, o capítulo 4 é dedicado às considerações finais.

2. POUPANÇA E INVESTIMENTO¹

A questão do crescimento econômico é um tema discutido e influenciado desde os economistas clássicos, como Smith e Ricardo, até a Teoria Geral, de Keynes. Uma das questões mais polêmicas, e ainda controversas na economia, é o papel da poupança e do investimento no crescimento econômico.

Além da discussão da importância da poupança e do investimento no crescimento, tem-se ainda uma discussão ainda mais complicada e divergente na economia: a relação causal entre poupança e investimento. Conforme a corrente teórica utilizada para a explicação, tanto a poupança pode causar o investimento, quanto o investimento é que causa a poupança.

Não entrando, por enquanto, no mérito de dizer se a poupança tem ou não tem importância para o crescimento, este capítulo traz a explicação teórica clássica e keynesiana acerca da relação causal entre poupança e investimento. O ponto pacífico entre estas duas correntes teóricas é que, contabilmente, a poupança será equivalente ao investimento, seja *ex-ante* ou *ex-post*.

Antes de iniciar a discussão, é importante ressaltar que a poupança doméstica, também chamada de nacional ou interna, é a soma da poupança privada e da poupança do governo. Somando-se a poupança doméstica a poupança externa (que, contabilmente, é equivalente ao déficit em transações correntes), encontra-se a poupança total. As equações (01) e (02) resumem esta relação.

$$S_d = S_p + S_g \quad (01)$$

$$S_t = S_d + S_e \quad (02)$$

Este capítulo busca fazer uma revisão teórica das correntes de pensamento acerca da poupança e do investimento, além de trazer as principais teorias do consumo, que influenciam diretamente as questões relacionadas à poupança. Na primeira seção será apresentada a visão da escola clássica sobre o assunto. A segunda seção traz a visão keynesiana. A terceira seção apresenta o consumo segundo as perspectivas de quatro autores: Keynes, Fisher, Modigliani e Friedman.

¹ As derivações realizadas neste capítulo 2 foram feitas baseadas nos capítulos 3 e 4 de Froyen, R. T. Macroeconomia. Saraiva, 1999 e com base na dissertação de mestrado de Leonardo Porto de Almeida: *A relação entre as poupanças: evidências empíricas para o Brasil*.

Já a quarta e última seção traz a discussão acerca da poupança externa, com a Lei de Thirlwall e o Modelo de Substituição de Poupanças.

2.1 Poupança e investimento na visão clássica

Conforme a visão clássica, para aumentar a oferta agregada de uma economia, é necessário que exista um incremento nos fatores produtivos, que refletirão em um aumento da oferta de bens e serviços e deslocarão a curva de oferta agregada para a direita. Para que isto ocorra, a condição necessária é que exista um aumento no nível de investimento, aumento este derivado de um aumento da poupança dos agentes econômicos.

Para se atingir tais níveis de investimentos, existe uma interação entre os ofertantes de fundos emprestáveis (ou poupadores) e os demandantes destes fundos (os investidores) no mercado financeiro. A partir destas interações, o montante de equilíbrio é aquele em que a taxa de juros iguala o quanto os poupadores estão dispostos a trocar o consumo presente pelo consumo futuro e o quanto os investidores estão dispostos a pagar pelos recursos que necessitam para realizarem seus investimentos. Com isso, o sistema financeiro atua como intermediador entre os poupadores e os investidores, canalizando os recursos destes primeiros para estes últimos. Desta maneira, as flutuações de juros equilibram a oferta e demanda por fundos emprestáveis, onde a relação causal é de que a poupança determina o nível de investimento, sendo uma igualdade *ex-ante* entre poupança e investimento.

Em termos algébricos, tem-se, simplificada, que a determinação entre poupança e investimento em uma economia clássica, fechada e com governo, é dada pelo equilíbrio entre oferta agregada e demanda agregada. A partir disto, têm-se as seguintes relações:

$$Y = DA \quad (1)$$

Onde Y é a oferta agregada e DA é a demanda agregada. Lembrando que:

$$Y = f(K, L) \quad (2)$$

Onde Y é uma função dos níveis de capital (K) e trabalho (L) utilizados na função de produção agregada da economia.

A demanda agregada é definida por:

$$DA = C + I + G \quad (3)$$

Onde C é o consumo, I é o investimento e G é o gasto do governo. O equilíbrio é dado por:

$$Y = C + I + G \quad (4)$$

O componente de decisão de consumo é determinado pela renda disponível e pela taxa de juros:

$$C = f(Y - T; r) \quad (5)$$

Onde T são os impostos e r é a taxa de juros. A sensibilidade do consumo em relação a renda é positiva e a sensibilidade do consumo em relação a taxa de juros é negativa.

Sendo a poupança equivalente ao investimento, pode-se assumir que:

$$Y = C + S \quad (6)$$

Onde S é a poupança agregada. Determinando-se a poupança agregada, tem-se que:

$$S = f(Y - T; r) \quad (7)$$

Onde $Y - T$ é a renda disponível e r é a taxa de juros. A sensibilidade da renda disponível e da taxa de juros em relação à poupança é positiva.

Assim, substituindo (6) em (4) e realizando algumas manipulações algébricas, tem-se que:

$$S + (T - G) = I \quad (8)$$

Onde S representa a poupança privada e $T - G$ a poupança do governo.

Por fim, definindo a função investimento como:

$$I = f(r) \quad (9)$$

Onde a sensibilidade do investimento em relação a taxa de juros é negativa, tem-se que, o equilíbrio no mercado de fundos emprestáveis é a igualdade entre a poupança e o investimentos, equilibrados pela taxa de juros.

2.1.1 A Equivalência Ricardiana

A Equivalência Ricardiana é uma teoria importante para se entender a formação da poupança, conforme a perspectiva da escola clássica, e terá importância fundamental quando for apresentada a discussão acerca do modelo de substituição de poupanças.

Segundo esta teoria, um aumento na poupança do governo hoje, faz com que ocorra uma diminuição proporcional da poupança privada. Para o governo aumentar seu nível de poupança, ele pode aumentar os tributos, diminuir o seu consumo ou realizar uma combinação das duas políticas. Porém, uma diminuição do consumo do governo é compensada pelo aumento do consumo privado e redução na poupança privada. No sentido contrário, um aumento nos tributos por parte do governo, reduz a renda disponível das famílias, diminuindo o seu montante poupado.

Isso quer dizer que, o movimento do governo na tentativa de aumento da poupança agregada será infrutífero, uma vez que este aumento é compensado pela diminuição da poupança privada. Portanto, segundo a teoria da Equivalência Ricardiana, seja para aumentar a poupança ou para aumentar o consumo, a tentativa é inócua, uma vez que as escolhas intertemporais dos agentes anulam tais movimentos.

Em termos algébricos, a equivalência pode ser descrita como um modelo de escolha intertemporal da seguinte maneira:

Os agentes econômicos, atentos ao futuro, analisam a política fiscal da seguinte maneira, dados dois períodos de tempo (presente e futuro):

$$D = G_1 - T_1 \quad (10)$$

Onde D é o déficit público, G_1 é o gasto do governo no período 1 e T_1 é a receita do governo no período 1.

Levando em consideração que:

$$T_2 = (1 + r)D + G_2 \quad (11)$$

Onde T_2 é a receita pública no período 2, r é a taxa de juros, $(1 + r)$ é o montante de dívida acumulada e G_2 é o gasto do governo no período 2.

Substituindo (10) em (11) e realizando algumas manipulações algébricas, tem-se que:

$$\frac{T_2}{(1 + r)} + T_1 = \frac{G_2}{(1 + r)} + G_1 \quad (12)$$

A equação (12) nos mostra que, na presença da Equivalência Ricardiana, um aumento/diminuição dos impostos ou um aumento/diminuição dos gastos públicos é compensado com um aumento/diminuição do consumo privado ou com um aumento/diminuição da poupança privada.

2.2. Poupança e investimento na visão keynesiana

Ao contrário da economia clássica, que procura explicar as interações econômicas a partir da ótica da oferta, a Teoria Geral do Emprego, dos Juros e da Moeda, proposta por Keynes, surge para explicar a economia pela ótica da demanda.

Desta maneira, a determinação da poupança surge a partir do investimento. O aumento do investimento, que não precisaria vir necessariamente acompanhado de uma elevação no nível de poupança por parte do sistema financeiro, aumenta a renda e as relações de consumo na economia. Uma vez que o nível de renda aumenta, o nível de poupança também aumenta, igualando este último ao nível de investimentos. A partir desta ótica, o movimento de formação da poupança e do investimento é o inverso da teoria clássica.

Conforme a teoria keynesiana, a proporção marginal a consumir varia entre 0 e 1, assim como a proporção marginal a poupar, sendo que a soma destas

propensões é igual a unidade. Conforme a “Lei Psicológica Fundamental”, as pessoas aumentaram seu consumo conforme ocorre um aumento no nível de renda, porém, este aumento é menos que proporcional ao aumento da renda. O restante do aumento da renda é direcionado a poupança. Isso implica que a propensão média a consumir, ou seja, a razão entre consumo e renda, cai conforme ocorre um aumento da renda.

Como para Keynes a taxa de juros não ajustava os níveis de poupança e investimento, mas sim os níveis de demanda e oferta de moeda, a influência da taxa de juros é apenas monetária, e não tem efeito na economia real, como propunham os economistas clássicos. Dessa maneira, os níveis de poupança e investimento se igualariam, porém somente *ex-post*, e não *ex-ante*, devido à direção de causalidade das variáveis.

O modelo descrito por Keynes, e ilustrado por Pasinetti (1974), está sujeito a quatro equações (Pasinetti², 1974 apud Almeida, 2004, p.17).

$$Y = C + I \quad (13)$$

$$C = f(Y) \quad (14)$$

$$I = f(e, i) \quad (15)$$

$$i = f(L, M) \quad (16)$$

Onde (e) é a eficiência marginal do capital, (L) é a preferência pela liquidez e (M) é a oferta de moeda.

A partir deste modelo de equações, o nível de renda (Y), o consumo (C) e o investimento (I) são considerados variáveis endógenas, enquanto as demais variáveis são exógenas. Com isso, o nível da taxa de juros é determinado através da equação (16) por variáveis exógenas. Uma vez conhecida a taxa de juros i , o investimento é determinado através da equação (15). De posse das informações obtidas, é possível calcular o consumo e o nível de renda a partir das equações (13) e (14). Dessa maneira, tem-se uma sequência de determinação que segue a seguinte dinâmica: $f(L, M)$ determina i , onde através da função $f(e, i)$ o investimento é determinado; a partir das equações (13) e (14), é possível determinar Y e C .

² Pasinetti, L. L. Growth and Income Distribution: Essays in Economic Theory, Cambridge University, cap 2, p. 29-53, 1974.

Segundo Keynes, a decisão dos empresários de realizarem investimentos é influenciada pelo que ele chamou de *Animal Spirit*, ou seja, uma decisão que parte das expectativas intrínsecas dos empresários em relação ao investimento, baseadas nas expectativas de retornos destes investimentos.

O retorno dos investimentos é medido a partir da diferença entre a eficiência marginal do capital (analogamente, a receita oriunda do capital) e a taxa de juros (o custo do capital), onde a taxa de juros influencia negativamente os níveis de investimento. Esta diferença entre receita e custo traz o lucro do capital e justifica os movimentos em direção ao investimento, conforme a teoria keynesiana.

Uma vez evidenciada a direção de causalidade entre poupança e investimento, para uma economia aberta, e adicionando-se o componente governo, tem-se que a equação de equilíbrio entre oferta e demanda agregada é dada por:

$$Y = C + I + G + (X - M) + RLE \quad (16)$$

Onde G é o gasto do governo, X são as exportações, M são as importações e RLE são os rendimentos líquidos enviados ao exterior.

Tendo em vista que o investimento é igual à poupança e que os tributos influenciam nos gastos do governo e no consumo, o componente investimento pode ser rearranjado da seguinte maneira:

$$I = (Y - T - C) + (T - G) + (X - M) + RLE \quad (17)$$

Onde o primeiro componente da equação representa a poupança privada, o segundo componente representa a poupança do governo e os últimos componentes representam a poupança externa.

Analisando somente o componente externo no investimento e realizando a sua identidade contábil, podemos definir que a poupança externa equivale ao déficit em transações correntes do balanço de pagamentos:

$$S_x = (X - M) + RLE \quad (18)^3$$

³ Bresser-Pereira, L. C; Gala, P. Crítica do crescimento com poupança externa. (2005) – p. 7.

Esta definição da poupança externa é tratada mais adiante, quando for apresentado o modelo de substituição de poupanças, de Bresser-Pereira e Gala (2005).

2.3. As visões do consumo⁴

Partindo-se do princípio de que a poupança é nada menos do que a diferença entre o total dos rendimentos disponíveis e o total do consumo, esta última variável tem um papel importante na formação da poupança. Como um maior consumo tem um efeito negativo na quantidade de formação de poupança, torna-se fundamental entender esta variável no decorrer do estudo. Como o objetivo principal deste trabalho é entender os principais determinantes da poupança doméstica, não é realizado um estudo aprofundado das teorias do consumo, mas sim apresentada, em termos gerais, as principais explicações acerca do assunto na literatura econômica: a de Keynes, a de Fisher, a de Modigliani e a de Friedman.

O Consumo na visão keynesiana: para Keynes, existem três implicações na função consumo. A primeira delas diz respeito à propensão marginal a consumir ($PmgC$), que varia entre 0 e 1.

A luz da “Lei Psicológica Fundamental” as pessoas, conforme experimentam um aumento das suas rendas disponíveis, também aumentam o montante de seu consumo, porém menos que proporcionalmente ao aumento da renda.

A propensão marginal a poupar ($PmgS$) é a proporção da renda não consumida, direcionada à poupança. Esta propensão a poupar, assim como a propensão a consumir, varia entre 0 e 1, onde a soma das duas é igual a unidade.

$$PmgC + PmgS = 1 \quad (19)$$

A partir deste conceito, chega-se a segunda implicação: a propensão média a consumir cai à medida que a renda aumenta. Esta implicação leva a dizer que as pessoas com maior rendimento tendem a poupar uma parcela maior de suas rendas, *vis-a-vis* as pessoas com menor rendimento.

⁴ As derivações aqui apresentadas foram feitas com base no capítulo 15 de Mankiw, G. N. *Macroeconomia*, 3ª edição, Ltc, 1998.

Para finalizar, Keynes associa a renda como sendo o principal determinante do consumo. Com isso, sua função consumo é explicitada da seguinte maneira:

$$C = \bar{C} + cY \quad (20)$$

Onde C é o consumo, \bar{C} é o consumo autônomo, c é a propensão marginal a consumir e Y é a renda disponível (renda bruta descontados os impostos).

Consumo na visão de Fisher: no modelo proposto por Fisher, as pessoas agem com base em expectativas racionais, confrontando os seus rendimentos com seu consumo, levando em consideração o período de tempo presente e o futuro.

Sendo assim, os consumidores tomam suas decisões de consumo baseados em uma restrição orçamentária intertemporal, atendendo os seguintes pressupostos:

- As pessoas vivem dois períodos – 1 e 2: presente (juventude) e futuro (velhice);
- No presente (1), os indivíduos recebem Y_1 e consomem C_1 . No período futuro (2), os indivíduos recebem Y_2 e consomem C_2 ;
- Existe a possibilidade de se poupar ou realizar empréstimos.

Com isso, as pessoas podem trocar o consumo presente pelo consumo futuro, e vice-versa.

A partir destas informações, o modelo pode ser apresentado algebricamente da seguinte maneira, assumindo que:

$$S = Y_1 - C_1 \quad (21)$$

No período 2, tem-se que:

$$C_2 = (1 + r)S + Y_2 \quad (22)$$

Onde S é a poupança e r é a taxa de juros. Levando (1) em (2), tem-se:

$$C_2 = (1 + r)(Y_1 - C_1) + Y_2 \quad (23)$$

Após alguns algebrismos em (3), chega-se a:

$$\frac{C_2}{(1+r)} + C_1 = Y_1 + \frac{Y_2}{(1+r)} \quad (24)$$

Onde a equação (4) representa a restrição intertemporal de consumo dos indivíduos.

Consumo na visão de Modigliani: Franco Modigliani, com uma série de artigos escritos em 1950, propôs a hipótese do ciclo de vida. Em linhas gerais, segundo esta hipótese, as pessoas esperam ter, ao se aposentarem, uma queda no seu nível de rendimentos, porém esperam poder manter o seu padrão de consumo. Sendo assim, procuram poupar durante sua juventude de tal maneira que possam manter um nível de consumo homogêneo ao longo de suas vidas.

Pressupondo que:

- As pessoas esperam viver T anos;
- Elas possuem uma riqueza W , esperam ganhar uma renda Y até se aposentarem, dentro de R anos.

Para manter um nível de renda homogêneo ao longo da vida, a partir dos pressupostos supramencionados, o modelo pode ser descrito da seguinte maneira:

$$C = \left(\frac{1}{T}\right)W + \left(\frac{R}{T}\right)Y \quad (25)$$

Ajustando a equação (25), ela pode ser reescrita como:

$$C = \alpha W + \beta Y \quad (26)$$

Onde α é a propensão marginal a consumir da riqueza e β é a propensão marginal a consumir da renda.

A partir deste modelo é possível perceber a relevância da expectativa de vida e do modelo previdenciário nas decisões de consumo. Tais questões serão tratadas mais adiante, com a apresentação de estudos empíricos acerca dos seus impactos na formação da poupança doméstica.

Consumo na visão de Friedman: Friedman (1957) traz a hipótese da renda permanente para explicar o consumo. De uma maneira bem simples, ele argumenta

que as pessoas possuem dois tipos de rendimento, que formam a composição da sua renda corrente (Y): a renda transitória (Y_t) e a renda permanente (Y_p).

$$Y = Y_t + Y_p \quad (27)$$

Como a renda transitória afeta a renda corrente das pessoas de maneira aleatória e temporariamente, o principal determinante do consumo é somente a renda permanente.

Sendo assim, seu modelo propõe que:

$$C = \alpha Y_p \quad (28)$$

Onde α é uma constante.

Como pôde se perceber, as visões de formação de poupança variam bastante, conforme a abordagem utilizada, bem como a importância das variáveis na construção de seus modelos explicativos. O mesmo acontece com as visões de consumo, que afetam diretamente o montante a ser destinado à poupança.

Na próxima seção é feita uma discussão a respeito da importância da poupança externa para economia, e suas principais implicações. Para tanto, é apresentada a Lei de Thirlwall e o Modelo de Substituição de Poupanças.

2.4 Poupança externa

Um país, como estratégia para o crescimento econômico, pode utilizar tanto a poupança externa quanto a poupança interna. Quando o país opta por utilizar poupança interna, o seu balanço de pagamentos refletirá esta opção, com a tendência de apresentar superávits nas suas transações correntes. Já quando o país adota a opção de utilizar a poupança externa, o movimento contrário tenderá a ocorrer com seu balanço de pagamentos, ou seja, apresentará déficits em transações correntes.

Ao adotar uma ou outra opção, algumas variáveis macroeconômicas, como a taxa de câmbio e os juros, são afetadas. Para entender como o balanço de pagamentos afeta a formação da poupança de um país, é necessário observar como

se pode chegar ao equilíbrio que zera a conta de transações correntes, condição esta em que o balanço de pagamentos está em equilíbrio e a poupança externa não é utilizada. Para isso, examinamos a chamada Lei de Thirlwall, com seu modelo que determina a taxa de crescimento compatível com o equilíbrio no balanço de pagamentos, e também o Modelo de Substituição de Poupanças, de Bresser-Pereira e Gala, que mostra como ocorre o movimento de substituição de poupança interna pela poupança externa.

2.4.1 A Lei de Thirlwall⁵

A Lei de Thirlwall busca uma explicação para o crescimento a partir de uma restrição de demanda, e não de oferta, como é proposto pelas teorias neoclássicas de crescimento. Com esta abordagem de cunho keynesiano, Thirlwall buscou determinar uma taxa de crescimento compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos.

O seu modelo apresenta que o balanço de pagamentos, sem a conta capital, em moeda local, pode ser medido da seguinte maneira:

$$P_d X = P_f M E \quad (29)$$

Onde P_d é o preço das exportações em moeda local, X é a quantidade de exportações, P_f é o preço das importações em moeda estrangeira, M é a quantidade de importações e E é a taxa de câmbio.

Em termos de taxa de crescimento ao longo do tempo, para que exista equilíbrio, o crescimento das exportações deve ser equivalente ao crescimento das importações. Sendo assim:

$$pd + x = pf + m + e \quad (30)$$

Onde as letras minúsculas representam a taxa de mudança das variáveis ao longo do tempo.

⁵ Toda a derivação da Lei de Thirlwall aqui apresentada foi feita com base no capítulo 3 de McCombie; Thirlwall. *Economic Growth and the Balance-of-Payments Constraint*. Páginas 232-243.

Segundo a teoria padrão de demanda, as importações são determinadas pelo preço dos produtos estrangeiros em relação ao preço dos produtos locais e em função do nível de renda doméstica. Assim:

$$M = a \left(\frac{P_f E}{P_d} \right)^\varphi Y^\pi \quad (31)$$

Sendo a uma constante, φ a elasticidade preço da demanda por importações (onde $\varphi < 0$), Y é a renda doméstica e π é a elasticidade renda da demanda por importações (onde $\pi > 0$).

Novamente, convertendo a equação 3 para taxas de crescimento, tem-se:

$$m = \varphi(pf + e - pd) + \pi y \quad (32)$$

Onde as letras minúsculas representam a taxa de mudança das variáveis ao longo do tempo.

Para determinar o equilíbrio no balanço de pagamentos, é necessário encontrar também uma função para as exportações. Levando em consideração que as exportações são determinadas pela competição entre os preços domésticos e estrangeiros dos produtos, e que também são uma função do nível de renda dos demais países do mundo, tem-se:

$$X = b \left(\frac{P_d}{P_f E} \right)^\eta Z^\varepsilon \quad (33)$$

Onde b é uma constante, η é a elasticidade preço da demanda por exportações (onde $\eta < 0$) e ε é a elasticidade renda da demanda por exportações (onde $\varepsilon > 0$).

Colocando a equação 5 em taxas de crescimento, tem-se que:

$$x = \eta(pd - pf - e) + \varepsilon z \quad (34)$$

Onde, novamente, as letras minúsculas representam as taxas de mudança das variáveis ao longo do tempo.

Uma vez definidas as equações para os determinantes das exportações e das importações, é possível resolver a equação de equilíbrio do balanço de pagamentos substituindo as equações (32) e (34) na equação (30), que nos traz a taxa de crescimento compatível com este equilíbrio:

$$yb = \frac{(1 + \eta + \varphi)(pd - pf - e) + \varepsilon z}{\pi} \quad (35)$$

Sendo os parâmetros $\eta < 0$, $\varphi < 0$, $\pi > 0$ e $\varepsilon > 0$, algumas conclusões podem ser tiradas a cerca desta equação (35). Uma delas é que a inflação de um país afeta o balanço de pagamentos, tornando seus produtos mais caros em relação aos produtos do resto do mundo, pressionando, desta maneira, o balanço para déficits.

As mudanças dos termos de trocas também afetam o equilíbrio do balanço, para cima ou para baixo, dependendo do sentido da mudança nos termos de trocas.

E, além destes dois fatores, percebe-se a grande importância que o crescimento da renda mundial e as respectivas elasticidades, tanto de preço, quanto de renda da demanda, têm sobre este equilíbrio.

Mas, assumindo que os preços se mantenham constantes ao longo do tempo, e tendo em vista que este é um fato que se verifica na realidade, devido à estrutura competitiva do comércio internacional, com muitos produtos, e com as condições de oligopólios mundiais (Ball *et. al.*, 1977⁶; Wilson, 1976⁷ *apud* McCombie and Thirlwall, 1994, p.236), a equação (35) pode ser reduzida a:

$$yb = \frac{\varepsilon z}{\pi} = \frac{x}{\pi} \quad (36)$$

A equação (36) mostra que a taxa de crescimento compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos é determinada pelo volume de exportações dividido pela elasticidade renda da demanda por importações.

A partir da Lei de Thirlwall, pode-se verificar o quanto o crescimento de um país que utiliza a estratégia de crescimento através da poupança externa, ao invés

⁶ Ball, R.J., Burns, T. and Laury, J.S.E. (1977) *The Role of Exchange Rate Changes in Balance of Payments Adjustment: The U.K Case*, Economics Journal, March.

⁷ Wilson, T. (1976) *Effective Devaluation and Inflation*, Oxford Economic Papers, March.

da poupança interna, está afastado da taxa de crescimento de crescimento compatível com o equilíbrio no balanço de pagamentos.

2.4.2 Modelo de substituição de poupanças⁸

Esta seção apresenta o modelo de substituição de poupança, estruturado por Bresser-Pereira e Gala, que procura demonstrar como a utilização de poupança externa acarreta na diminuição da poupança interna, não aumentando o volume total de poupança (e investimento).

Bresser-Pereira inicia sua argumentação dizendo que a principal causa negativa da utilização da poupança externa é a sobrevalorização cambial e seus impactos sobre o crescimento econômico.

A ortodoxia convencional (expressão utilizada por Bresser (2006, p. 2) quando se refere às políticas recomendadas no Consenso de Washington e em algumas outras recomendações feitas pelos países ricos aos países pobres) estabelece que, uma vez que os países pobres não possuem poupança suficiente para impulsionar o seu crescimento, faz sentido que estes países se utilizem de poupança externa para lograr o crescimento. Para isso, os países ricos aconselham aos países pobres que estes últimos abram suas contas de capitais e se concentrem em manter a estabilidade macroeconômica e o equilíbrio fiscal.

Este novo pacote de recomendações teve um cunho neoliberal, que buscava orientar as economias em desenvolvimento para o mercado e que, para isso, realizassem as reformas estruturais necessárias. A estratégia de crescimento com a poupança externa pode ser dividida em três premissas, descritas nas três frases que se seguem (Bresser-Pereira, 2006, p. 8-9). A primeira premissa (“nós compreendemos que vocês não têm mais recursos para financiar seu desenvolvimento”) implica na incapacidade dos países em desenvolvimento financiarem seu crescimento com recursos próprios (poupança interna). A segunda premissa (“mas não se preocupem, façam o ajuste fiscal e as reformas”) implica nas condicionalidades para se ter acesso a esta poupança externa. Neste ponto, o autor considera esta premissa como sendo a mais razoável, principalmente no que diz respeito ao ajuste fiscal. A terceira premissa (“nós financiaremos seu

⁸ Bresser-Pereira, L. C. *Substituição de poupança interna pela externa e seu inverso: o caso do Brasil*. Revista de economia contemporânea, Junho-2006.

desenvolvimento com poupança externa, se possível com investimento direto”) ele aponta como sendo a armadilha da estratégia, onde a dependência em virtude da dívida externa, seja ela patrimonial ou financeira – onde esta primeira é um pouco menos prejudicial – começa a existir.

Como os fluxos de capitais estrangeiros são limitados, eles geram competições entre os países em desenvolvimento para atração destes capitais. Esta competição por capitais, ou seja, a estratégia de crescimento com poupança externa pode levar os países a neutralização de suas capacidades competitivas. Tal processo pode ser dividido em três estágios, como explicitado por Bresser-Pereira (2006, p. 5):

“No primeiro, os déficits em conta corrente cujo financiamento é a poupança externa, provocam um processo de substituição da poupança interna pela externa – o tema principal deste trabalho. Ao se sucederem os déficits em conta corrente, o endividamento externo financeiro ou patrimonial (derivado do investimento direto) do país aumenta de forma que, no segundo estágio, o país se torna endividado, fragilizado financeiramente, e, por isso mesmo, depende financeiramente do exterior: qualquer suspensão da rolagem da dívida pode levar a uma crise de balanço de pagamentos; em consequência, o país se vê ou se sente compelido à prática da política do *confidence building*, ou seja, a adotar as recomendações vindas dos credores sem submetê-las a devida crítica com base no critério do interesse nacional. O terceiro estágio é o da crise. Seja porque os índices de endividamento externo em relação ao PIB ou em relação às exportações aumentaram demais, ou porque estão se acelerando perigosamente, os credores, que já estavam piorando sua classificação de risco, decidem subitamente suspender a rolagem da dívida; o país começa a perder reservas e, afinal não tem alternativa senão a moratória branca.”

Para Bresser, a única maneira de o crescimento com poupança externa ser benéfico é em um ambiente em que o país já esteja crescendo e apresenta possibilidades favoráveis de retorno para os investidores. Nestes ambientes, o aumento dos salários decorrentes da apreciação cambial não é todo direcionado ao consumo, uma vez que o aumento da renda diminui a propensão marginal a consumir. Parte da renda adicional é investida pela classe média, devido à atratividade dos retornos esperados.

A crítica de Bresser quanto à utilização da poupança externa, como dito anteriormente, é na tendência que esta tem em apreciar a taxa de câmbio dos países. Como nos estágios dois e três mencionados acima os danos já são óbvios, o autor se concentra em analisar o primeiro estágio na sua crítica. Segundo ele, é neste ponto que:

“[o país] está sendo vítima do processo de substituição perversa da poupança interna pela externa, porque através da apreciação da taxa de câmbio, uma parte considerável dos recursos externos, que hipoteticamente

deveriam aumentar os investimentos, acabam se transformando em aumento do consumo” (Bresser Pereira, 2006, p. 17).

O autor endossa que, com relação aos dois últimos estágios, existe um limite para o país se endividar. A partir de certo ponto, o endividamento torna-se perigoso, por questões de solvência, e crises no balanço de pagamentos se tornam iminentes. O Banco Mundial estabelece que o índice dívida/exportações não deve ultrapassar 2,2, ou pela relação dívida/PIB, o valor de 80% (Bresser-Pereira, 2006, p. 18).

Bresser apresenta ainda, antes de voltar à discussão para o modelo de substituição de poupança, o famoso estudo realizado por Feldstein e Horioka (1980), feitos a partir de uma amostra de países da OCDE, que “embora estes países recebam e façam investimentos diretos entre si, quase cem por cento da acumulação de capitais neles realizadas é resultado da poupança nacional” (Bresser-Pereira, 2006, p. 18). Devido à contrariedade com as teorias clássicas de crescimento, que focam na mobilidade de capitais para equilibrar os mercados, este *paper* ficou conhecido na literatura econômica como o *Feldstein-Horioka puzzle*. Contudo, estudos posteriores mostraram que tal *puzzle* se tratava de restrições de solvência dos países.

Voltando ao modelo de substituição de poupança, a taxa de câmbio, com a utilização de poupança externa, fica sobreapreciada. Tal taxa, que resulta em contínuos déficits em transações correntes, está supostamente abaixo da taxa que faria com que não existissem nem déficits nem superávits em transações correntes. A taxa de câmbio sobreapreciada cria uma mudança nos termos de troca, favorecendo o preço relativo dos *non-tradables* e, assim, aumenta os salários reais (estimulando o aumento das importações e a diminuição das exportações). Com o aumento nos salários reais e, pressuposta uma alta propensão marginal a consumir dos salários, há uma elevação do consumo e, na visão clássica, uma redução da poupança interna em favor da poupança externa. No lado da demanda (keynesiano), a taxa de câmbio apreciada reduz as exportações e deprime os investimentos no setor exportador, reduzindo, desta maneira, a poupança. Assim, o processo de substituição de poupança interna por externa é sancionado pela oferta, encerrando-se o ciclo (Bresser-Pereira, 2006, p. 19).

A partir deste raciocínio, o caminho inverso também é passível de ocorrer, ou seja, também é possível que ocorra uma substituição de poupança externa por poupança interna. Seja qual for o motivo da diminuição da poupança externa, tal

movimento tenderá a diminuir os salários e o consumo interno e a aumentar os investimentos no setor exportador. Este tipo de substituição mostra-se benéfico, uma vez que a partir dela ocorre uma diminuição do endividamento externo.

Todo este processo pode ser descrito algebricamente com base no seguinte modelo (Bresser-Pereira e Gala, 2005). O pressuposto é de que o crescimento da renda per capita é uma função da acumulação de capital e do progresso técnico:

$$y = \alpha \frac{I}{Y} \quad (37)$$

Onde y é a taxa de crescimento do PIB per capita, α é o progresso tecnológico expresso pela relação produto-capital e I/Y é a acumulação de capital em relação ao PIB.

O objetivo central do modelo é capturar o efeito do aumento do déficit em conta corrente: se ele aumenta os investimentos e contribui para o crescimento ou se há uma taxa de substituição entre poupança interna pela externa, onde o aumento total da poupança é pequeno ou nulo comparado ao aumento do endividamento externo.

Quanto ao investimento, ele é estimulado pelas exportações e financiado tanto pela poupança interna (S_i) quanto externa (S_x). A poupança externa (ou o déficit em transações correntes) é o saldo da balança comercial ($X - M$) somado aos rendimentos líquidos enviados ao exterior (RLE):

$$I = S_i + S_x \quad (38)$$

$$S_x = M - X + RLE \quad (39)$$

A poupança externa é afetada pela taxa real de câmbio (θ), onde quanto mais depreciada ela for, menor será o déficit em conta corrente necessário para financiá-la, e vice-versa.

Já a poupança interna é determinada pelos salários dos trabalhadores (W_t), do ordenado da classe média profissional (W_o) e do capital (π), subtraído o consumo (C).

$$S_i = W_t + W_o + \pi - C \quad (40)$$

A partir de (38), (39) e (40), tem-se que:

$$C + I + X - M = W_t + W_o + \Pi + RLE \quad (41)$$

Com a equação (41) é possível encontrar a relação *ex post* em que o investimento é igual à soma da poupança interna e externa.

$$I = (W_t + W_o + \Pi - C) + (M - X + RLE) \quad (42)$$

Tendo em vista que a intenção de Bresser e Gala é estabelecer a substituição de poupança interna por externa, eles pressupõem que a taxa de substituição destas (z) é normalmente alta. Ela seria baixa apenas em condições excepcionais de ambientes propícios ao investimento. Continuando o modelo:

$$z = \frac{\partial S_i}{\partial S_x} \quad (43)$$

Na parte do consumo, os salários e ordenados são uma função da produtividade, da taxa real de câmbio e do *mark-up* ou padrão de distribuição de renda.

$$w = \frac{b}{(1 + m)\theta^a} \quad (44)$$

O consumo depende dos salários e ordenados reais, dos lucros e das correspondentes propensões marginais a consumir dos agentes econômicos, ou, em termos mais gerais, da renda nacional (Rn). O consumo depende também dos diferenciais entre taxas de juros e lucro ($r - 1$). Neste modelo, os trabalhadores poupam pouco, onde a maior parte dos seus salários é direcionada ao consumo. Já a classe média trabalhadora e os capitalistas recebem rendimentos maiores e direcionam seus recursos em consumo e investimento, que varia de acordo com as expectativas de retorno destes investimentos em cada momento.

$$C = C(R_n, r - i) \quad (45)$$

$$\frac{\partial C}{\partial R_n} = \mu \quad (46)$$

Onde μ é a propensão marginal a consumir.

Com a estratégia de crescimento com poupança externa, os déficits em transações correntes apreciam a taxa de câmbio, refletindo isso no aumento artificial dos salários e pressionando os lucros para baixo.

Neste cenário, quanto maior for a propensão marginal a consumir em relação à renda nacional, maior será a redução da poupança interna provocada pelos déficits em transações correntes. Com isso, a poupança interna, neste modelo, acaba sendo uma função da taxa de câmbio. Do lado da oferta, o principal determinante é a propensão marginal a consumir, que desloca a função consumo conforme a taxa de retorno esperada dos investimentos.

Com relação à demanda agregada, é importante considerar que o aumento da taxa de câmbio deprime as exportações, reduzindo os investimentos e, portanto, diminui a poupança interna. Isso implica que nesta análise, a variável chave é a elasticidade das exportações em relação a taxa de câmbio, ou a elasticidade da taxa de investimento em relação as exportações ou, mais diretamente, da variação dos investimentos em relação a variação da taxa de câmbio (λ).

Finalmente, chega-se a conclusão de que a taxa de substituição de poupança interna pela externa (z) é uma função direta e positiva da propensão marginal a consumir (μ), inversa e negativa ao diferencial taxa de lucros-taxa de juros ($r - i$) e direta e positiva da elasticidade do investimento em relação à taxa real de câmbio (λ):

$$z = z(\mu, r - 1, \lambda) \quad (47)$$

O próximo capítulo é dedicado à apresentação das principais variáveis que determinam a poupança doméstica, conforme estudos econométricos realizados por outros autores acerca do tema.

3. DETERMINANTES DA POUPANÇA PRIVADA

Este capítulo procura apresentar, na primeira seção, os determinantes fundamentais da poupança doméstica, tendo como base os principais trabalhos internacionais realizados acerca do assunto – Corbo e Schmidt-Hebbel (1991), Edwards (1995), Feldstein e Horioka (1980) e Loayza *et al.* (2000). A segunda seção é dedicada a apresentar os resultados empíricos para estes determinantes e confrontar tais resultados com os dados para o Brasil, Chile, China e Coréia do Sul, com a intenção de se realizar uma análise comparada entre estes países e entender, a partir destes principais determinantes, as diferenças observadas dos níveis de poupança dos quatro países no período de 1976 a 2009.

3.1 A descrição das variáveis

Os modelos propostos pelos autores mencionados acima envolvem diversas variáveis explicativas para a determinação da poupança privada, onde tais modelos são testados com base em uma vasta base de dados, que envolvem tanto países desenvolvidos, quanto países em desenvolvimento. Alguns destes estudos realizaram regressões econométricas utilizando amostras com todos os países agrupados, mas também em amostras separadas, a fim de identificar algumas especificidades que envolvem cada grupo de países.

A tabela 1 e a tabela 2 trazem algumas destas variáveis, conforme seus estudos de origem, e seus respectivos sinais esperados à luz da teoria econômica nos testes econométricos.

Tabela 1 – Determinantes da taxa de poupança privada – estudos em painel anteriores

Categoria da Variável	Variável específica	Sinal esperado	Descobertas empíricas
Renda	Nível de renda: atual Temporário / permanente	0 ou + + / 0 ou +	+ (1,2,3,4) 0 (5,6)
	Termos de troca: atual Temporário / permanente	0 ou + + / 0 ou +	+ (2,4,6)
	Taxa de crescimento: atual	Ambíguo	+ (2,3) 0 (4,5,6)
Taxas de retorno	Taxa de juros	Ambíguo	0 (1,3,5,6) +(2)

Incerteza	Variância de inovações para os determinantes da poupança	+	- (4) 0 (1,2,3,6)
	Inflação ou outras medidas de instabilidade macroeconômica	+	
	Medidas de instabilidade política	+	
Restrições domésticas de empréstimo	Fluxos de crédito privado	-	+ (3)
	Fluxos amplos de dinheiro	-	
	Renda	-	
Restrições externas de empréstimos	Empréstimos externos	-	- (1,2,3)
	Déficit da conta corrente	-	
Profundidade do sistema financeiro	Estoque de crédito privado ou doméstico	Ambíguo	- (5)
	Estoque de Dinheiro	Ambíguo	
Política Fiscal	Poupança pública	-	- (1,3)
	Excedente público	-	- (2, 5, 6) 0 (4)
	Consumo público	Ambíguo	- (2, 6)
Sistema de pensão	Pay-as-you-go: transferência de pensão aos idosos	0 ou -	- (3, 4, 5)
	Sistema mandatário de capitalização integral para pensão	0 ou +	+ (4)
	Fundos de pensão	Ambíguo	0/ + (5)
Demografia	População idosa e/ou jovem em idade de dependência	-	- (2, 3, 4) 0 (5, 6)
	Urbanização	Ambíguo	- (3)
Distribuição de renda e riqueza	Concentração de renda	+	0 (3)
	Concentração de riqueza	+	
	Participação da renda de capital	+	

Nota: the qualitative results listed in the last column of this table summarize significant signs of saving regressors in the corresponding tables and columns of the following six studies: 1. Corbo and Schmidt-Hebbel (1991) (Table 4); 2. Masson, Bayoumi and Samiei (1995) (Table 2, "restricted model" columns); 3. Edwards (1996) (Table 2, column 5); 4. Dayal-Ghulati and Thirmann (1997) (Table 4, column2); 5. Bailliu and Reisen (1998) (Table 1, columns 3 and 4); and 6. Haque, Pesaran and Sharma (1999) (Table 6, columns 4 and 5). Significant coefficient signs are identified by a plus or a minus. Results identified by a zero mean either an insignificant coefficient in the corresponding column of the original study or, when the variable is omitted from the particular specification reported in the column, a significant or insignificant variable in a different column of the same table.

Fonte: Tabela extraída de Loayza et. al (2000), página 25.

Tabela 2 - Outras variáveis determinantes da Poupança Privada

Variável considerada	Coefficiente normalmente encontrado na literatura
Termos de troca	+
Crédito privado	+
Crescimento real do produto	0 ou +
Taxa real de juros	0 ou +
Inflação	- ou 0
Proporção de idosos na população	- ou 0
Nível de urbanização da população	-

Fonte: Tabela extraída de Almeida (2004, p. 27) e elaborada com base na tabela 1 deste trabalho.

A tabela 2 sintetiza os dados encontrados na tabela 1.

A seguir é discutido mais a fundo as principais variáveis descritas ao longo destas tabelas, para, em seguida, apresentar os resultados dos estudos comparando os dados das variáveis para Brasil, Chile, China e Coréia do Sul.

a) *Taxas reais de juros e sua influência sobre a poupança privada*: esta é uma variável que pode apresentar um efeito ambíguo na análise da formação da poupança. Conforme as teorias do consumo intertemporal, a resposta negativa ou positiva da poupança à taxa de juros vai depender da sua força relativa de substituição entre consumo e poupança e do efeito no bem-estar, dadas as funções de consumo e utilidade dos agentes econômicos. Por exemplo, aumentos na taxa real de juros, dadas as restrições financeiras existentes em uma economia, podem provocar uma redução no consumo e um conseqüente aumento no nível de poupança (McKinnon, 1973⁹; Shaw, 1973¹⁰ *apud* Edwards, 1995, p.14).

Porém, vários estudos (Loyaza *et. al.*, 2000) (Boskin, 1978¹¹ e Giovani, 1983¹² *apud* Edwards, 1995, p. 14) não encontraram fortes relações entre taxa real de juros e poupança. Em alguns casos, como explicitado nas tabelas 1 e 2, o coeficiente é positivo, sendo que na maioria das vezes ele não é estatisticamente significativo. Uma das causas para esse resultado, conforme argumentam Loyaza *et.*

⁹ McKinnon, R. (1991). *The order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Baltimore, Johns Hopkins University Press.

¹⁰ Shaw, E. (1973). *Financial Deepening in Economic Development*, New York, Oxford University Press.

¹¹ Boskin, M. (1978). *Taxation, Savings and the Rate of Interest*, Journal of Political Economy, Vol. 25.

¹² Giovannini, A. (1983). *The Interest Elasticity of Savings in Developing Countries: The Existing Evidence*, World Development, Vol. 11, July.

al. (2000, p.11) é o efeito que a inflação, embutida no desconto da taxa real de juros, pode ser captada na regressão, distorcendo os resultados.

No tocante da taxa de juros, existe ainda a influência do nível de desenvolvimento das instituições financeiras, papel este que será discutido mais adiante.

b) *Fluxos de renda, demografia e crescimento econômico*: tomando por base o modelo do ciclo de vida (ver seção 2.3, Consumo na visão de Modigliani) as pessoas, quando jovens, tendem a ter um nível de poupança negativo. Quando adultos, atingem o período produtivo de suas vidas e apresentam níveis positivos de poupança. Quando velhos, as pessoas voltam a apresentar uma poupança negativa. Sendo assim, o coeficiente de dependência, onde comumente é utilizada a população menor de 15 anos somada à população com mais de 65 anos em relação ao total da população economicamente ativa, importa na determinação da poupança. Estudos empíricos (Modigliani, 1980¹³ e Leff, 1969¹⁴ *apud* Edwards, 1995, p. 16) (Modigliani, 1980¹⁵ *apud* Giambiagi, 2004, p.137) demonstram esta relação.

O aumento de renda, conforme apontado por Modigliani (1970) tem um efeito positivo na poupança, pois faz com que a poupança das pessoas em idade ativa seja maior que a despoupança das pessoas em idade inativa. Porém, o crescimento da renda pode ter um efeito negativo, conforme apontado por Bosworth (1993), onde a expectativa do aumento de renda no futuro é antecipada por um aumento no consumo presente. Portanto, é possível que se tenha um impacto positivo ou negativo na poupança, dependendo do ponto de vista teórico.

No caso positivo é preciso também levar em conta o tipo de aumento da renda para se analisar seu impacto nas taxas de poupança. Conforme argumentam Loayza *et. al.* (2000, p. 11), aumentos temporários ou permanentes na renda têm efeitos diferentes nos níveis de poupança, no que diz respeito à magnitude, onde aumentos temporários de renda contribuem mais para o aumento da poupança do que aumentos permanentes. Os efeitos também são diferentes se se levar em conta

¹³ Modigliani, F. (1980). *The life cycle Hypothesis of Savings Twenty Years Later*, in M. Parkin (ed.), *Contemporary Issues in Economics*, Manchester University Press.

¹⁴ Leff, N. (1984). *Taxation and Savings: A Neoclassical Perspective*. *Journal of Economic Literature*. Vol. 22, December 1984.

¹⁵ Modigliani, F. (1980). *The life cycle Hypothesis of Savings Twenty Years Later*, in M. Parkin (ed.), *Contemporary Issues in Economics*, Manchester University Press.

o período de tempo. No curto prazo, o aumento da renda contribui mais para o aumento da poupança do que no longo prazo.

Como o crescimento da renda pode ter um efeito positivo na poupança, este último crescimento afeta também a acumulação de capital. Neste sentido, conforme estudos de Carrol e Weil (1993)¹⁶ *apud* Edwards (1995, p.17) o crescimento afeta a poupança positivamente. Apesar de não ser claro o sentido de causalidade entre poupança e crescimento, estudos (Rodrik, 2000¹⁷ *apud* Loayza *et. al.*, 2000, p.408) mostram, a partir de testes de causalidade de Granger, que o sentido é muito mais forte na direção do crescimento para a poupança do que o contrário. Mesmo não sendo um ponto pacífico na economia, a influência do crescimento econômico nos níveis de poupança desempenham um papel importante no sucesso de desenvolvimento dos países do Leste Asiático. Segundo o Banco Mundial (1993)¹⁸ *apud* Edwards (1995, p.17) “nesses países têm se verificado um círculo virtuoso indo do alto crescimento para uma poupança elevada e desta para um crescimento ainda maior”.

O grau de urbanização também é levado em consideração para a explicação dos níveis de poupança. A princípio, um maior grau de urbanização tende a induzir um menor nível de poupança. Uma explicação para isso é que, por motivos precaucionais, as pessoas precisam de um nível menor de poupança nas cidades. Nos países onde há uma parcela maior da população em atividade agrícola, a poupança tende a ser afetada positivamente por esta variável, tendo em vista a maior variabilidade da renda neste tipo de atividade.

c) *Restrições no sistema financeiro*: com um sistema financeiro desenvolvido e com maiores facilidades de acesso ao crédito, as pessoas iriam ter incentivos para aumentarem o seu consumo presente e, desta maneira, diminuiriam seus níveis de poupança. Em seus estudos, Jappelli e Pagano (1994)¹⁹ *apud* Edwards, (1995, p. 17) encontraram a partir de regressões econométricas que, uma vez diminuídas as restrições financeiras nos países, os níveis de poupança tendem a diminuir. Schmidt-Hebbel *et. al.* também encontraram esta mesma relação negativa.

¹⁶ Carrol, C. and D. Weil (1993). *Savings and Growth: A Reinterpretation*, NBER Working Paper N° 4470, September.

¹⁷ Rodrik, D. (2000). *Savings transitions*. The World Bank Economic Review. This issue.

¹⁸ World Bank (1993). *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy.*, New York, Oxford University Press.

¹⁹ Jappelli, T; Pagano, M. (1994). *Saving, Growth and Liquidity Constrains*. Quarterly Journal of Economics, vol. 109, February.

Embora não tenha sido encontrada nenhuma evidência de efeito positivo direto de que a liberalização financeira tem sobre a poupança, existem evidências (Levine, Loayza e Beck, 1999) de que ela tem um efeito positivo sobre o crescimento. Sendo assim, um sistema financeiro melhor estruturado e desenvolvido pode canalizar poupanças e investimentos de maneira mais eficiente, fazendo com que as taxas de crescimento aumentem. Através deste canal de transmissão (crescimento), a liberalização financeira acaba levando a um aumento da taxa de poupança.

d) *Consumo e poupança do governo e seguridade social*: como a ação do governo afeta a renda disponível das famílias, o efeito de cada uma destas ações vai depender de como as famílias são afetadas por elas, ou seja, seu conhecimento sobre tais ações e o grau de impacto nas suas funções de consumo. Corbo e Schmidt-Hebbel (1991) realizaram um importante estudo acerca do papel da ação do governo sobre os níveis de poupança doméstica. A luz da teoria da Equivalência Ricardiana (seção 2.1.1 deste trabalho), tentativas de aumento da poupança pública seriam inócuas na tentativa de aumento da poupança agregada, uma vez que todo este esforço seria anulado pela redução da poupança privada. Contudo, em seus estudos, os autores verificaram que realmente existe uma relação inversa entre poupança pública e poupança privada, mas que tal relação não é de uma unidade, que causaria o efeito *crowding-out* total. Sendo assim, o aumento na poupança pública reduz a poupança privada menos que proporcionalmente ao seu aumento, fazendo com que o nível agregado de poupança doméstica aumente. Ainda neste estudo, Corbo e Schmidt-Hebbel (1991) verificaram que o aumento da poupança pública via redução dos gastos do governo é mais efetiva *vis-a-vis* ao aumento da poupança pública via elevação tributária. Outro aspecto importante ao se analisar os efeitos do aumento da poupança pública nos níveis de poupança agregada é se as políticas são temporárias ou permanentes, além dos seus efeitos de curto e longo prazo, pois existem diferenças ao se levar em conta estas particularidades. Políticas permanentes e de longo prazo tendem a ter efeitos mais significativos *vis a vis* as políticas temporárias e de curto prazo (Loayza *et. al.*, 2000, p.12).

O trabalho realizado por Edwards (1994) estima dois modelos para a determinação da poupança: um para a poupança privada e um para a poupança do governo. Ao fazer isso, ele assume que a poupança do governo é determinada endogenamente (Edwards, 1994, p.11). Para mensurar a poupança do governo, ele

admite dois pressupostos, levando em consideração a existência de dois partidos, A e B, com diferentes preferências de consumo, ou com preferências de gastos distintas. Primeiro, no caso em que o governo do partido A esteja no poder e espera que não vá permanecer no poder no mandato subsequente, existirá pouco incentivo para que ele poupe e invista em projetos que trarão resultados no mandato em que a oposição assumir, uma vez que estes últimos acabarão ficando com os créditos das iniciativas. Além disso, instabilidades políticas, como ambientes de alta inflação, preveem uma diminuição da poupança do governo. Já o segundo determinante diz respeito à existência de partidos com preferências políticas distintas. Quanto maior for o grau de polarização política, ou seja, quanto maior for a existência de partidos com interesses conflitantes entre si, menor será o incentivo de formação de poupança por parte do governo.

Outra discussão muito importante na determinação da poupança são os gastos do governo com seguridade social. Utilizando a teoria do ciclo de vida como base, se um governo concede muitos benefícios aos aposentados e despende um alto valor com seguridade social, as pessoas tenderão a poupar menos durante sua idade ativa, tendo em vista os benefícios que receberão quando estiverem aposentados (Feldstein, 1980).

Os modelos de previdência mais comuns são de dois tipos: repartição ou capitalização. O primeiro modelo, também chamado de *pay-as-you-go*, funciona da seguinte maneira: as pessoas em idade ativa sustentam a base de financiamento das pessoas inativas, onde a totalidade arrecadada é repartida para estas últimas. O segundo modelo, o de capitalização, parte do princípio de que as pessoas (compulsoriamente ou voluntariamente) têm seus gastos com previdência capitalizados, onde tais recursos são disponibilizados individualmente para eles no período de suas aposentadorias (Candido Junior, 1998, p.13).

Países que utilizam o primeiro modelo de previdência social (universal, público e compulsório) tendem a apresentar um menor nível de poupança doméstica, onde uma explicação para isso é que tal sistema é refém do crescimento da oferta de mão de obra. Em contrapartida, os países que adotam o modelo de capitalização tendem a ter um nível maior de poupança, sendo este sistema ajustado pelas taxas de juros. Sua dimensão pode ser mensurada através dos fundos de pensão.

Como visto, as decisões do governo têm um impacto muito grande nos níveis de poupança, podendo ter um papel importante na tentativa de aumentar a taxa de poupança agregada de um país.

e) *Instabilidade macroeconômica e distribuição de renda*: na literatura econômica, o indicador mais comumente utilizado para mensurar a instabilidade na economia é a inflação. Ambientes com inflação alta, ou seja, ambientes com alta incerteza e instabilidade, tendem a apresentar um efeito positivo nos níveis de poupança. Tal fato pode ser explicado pelo motivo precaucional que leva as pessoas a pouparem mais em períodos de incerteza (Loayza *et. al.* 2000, p.13). Outros motivos de instabilidade existentes nos países, porém estes mais difíceis de capturar através de dados estatísticos são de cunho político, como polarização partidária, e também instabilidades sociais e violência (Edwards, 1995, p.19).

Devido à heterogeneidade de uma população, outra variável que pode afetar os níveis de poupança agregada é a distribuição de renda. Segundo a teoria keynesiana do consumo, as pessoas mais ricas tendem a poupar uma parcela maior de suas rendas (baixa propensão marginal a consumir e alta propensão marginal a poupar). Sendo assim, espera-se que países com piores distribuições de renda sejam afetados positivamente por este fator na formação da poupança agregada. Uma melhora na distribuição de renda tende a elevar o consumo, uma vez que existem demandas reprimidas nas classes de renda mais baixas. Apesar desta teoria, não foi encontrada nenhuma evidência empírica de que a manutenção de desigualdades de renda leva a maiores níveis de poupança.

f) *Poupança externa*: este talvez seja o componente mais discutido na literatura econômica quando o tema é “poupança e crescimento”, e quiçá seja o mais polêmico e controverso. Importantes economistas discutem como a utilização de poupança externa afeta o nível de poupança agregada, a estabilidade macroeconômica e a validade da sua utilização para o crescimento econômico. Bresser-Pereira, Gala e Nakano são três economistas brasileiros que defendem fortemente, em vários artigos publicados ao longo destas últimas duas décadas (anos 1990 e 2000), que a utilização de poupança externa tem efeitos deletérios numa economia, caso ela seja utilizada indiscriminadamente (Bresser-Pereira e Nakano, 2002 e Bresser-Pereira e Gala, 2005).

Segundo a teoria econômica padrão, espera-se que a utilização de poupança externa ocasione uma diminuição nos níveis de poupança privada e

pública, indicando a existência de substitutibilidade de poupança externa por poupança doméstica (Obstfeld, 1995²⁰ *apud* Edwards, 1995, p.19). Um estudo aplicado ao caso brasileiro (que dará suporte a argumentação de Bresser-Pereira acerca da utilização de poupança externa mais adiante) foi o realizado por Almeida (2004), que através de regressões econométricas encontrou a existência de substitutibilidade perfeita da poupança doméstica por poupança externa no longo prazo.

Após fazer uma apresentação das principais variáveis utilizadas nos estudos sobre a determinação da poupança privada, a próxima seção é dedicada à apresentação dos resultados empíricos encontrados nestes estudos. Tais resultados serão confrontados com dados de Brasil, Chile, China e Coréia do Sul para as variáveis em questão, com o propósito de fazer uma comparação de como tais variáveis influenciaram a utilização da poupança por parte dos países latino-americanos e asiáticos em suas estratégias de desenvolvimento.

3.2 Resultados empíricos e análise do caso brasileiro²¹

Buscando entender melhor o comportamento da poupança brasileira no período entre meados da década de 1970 até 2009, esta seção apresenta os resultados dos trabalhos empíricos realizados por Edwards, 1995 – doravante denominado ED – e Loayza *et. al.* (2000) – doravante denominado LEA. Juntos com os resultados empíricos (resultados estes baseados nas variáveis apresentadas na seção anterior) é realizada uma análise comparativa entre o caso brasileiro e os casos chileno, chinês e sul-coreano, a partir de uma série de dados extraídos do Banco Mundial. Tal análise é feita com o objetivo de se entender a diferença dos níveis de poupança entre o Brasil e os países asiáticos, e também fazendo um confronto com a situação de outro país da América Latina, o Chile. No que se refere à poupança externa, a análise também é realizada com base nos trabalhos de Bresser-Pereira e Gala (2005) e Almeida (2004), que apresentam resultados importantes acerca do assunto. Para fechar a discussão sobre a poupança

²⁰ Obstfeld, M. (1999). *Forcing Resource Inflows, Saving and Growth*. Cambridge, UK. Cambridge University Press.

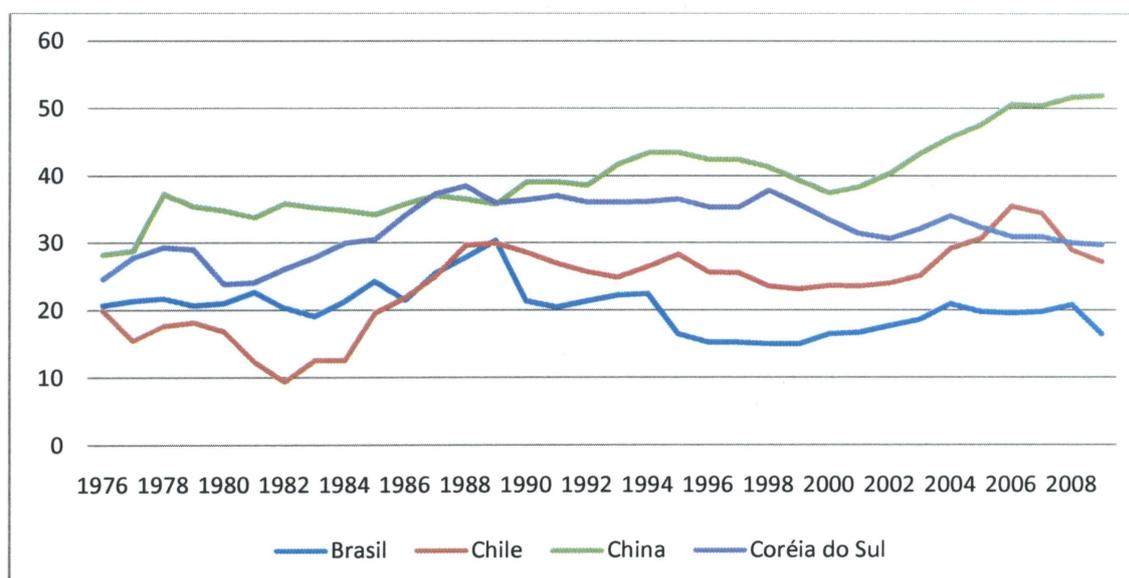
²¹ As tabelas com os dados utilizados para a construção dos gráficos desta seção estão disponíveis para consulta nos anexos.

o diagnóstico de crescimento feito por Rodrik *et. al.* (2005 e 2008) para o caso brasileiro, explicitando, segundo eles, quais seriam as principais causas da baixa poupança no Brasil e de que maneira o país poderia eliminar esta restrição ao seu crescimento.

3.2.10 O caso brasileiro e a outras experiências

Para realizar estas análises, o gráfico 1 traz os movimentos da taxa de poupança doméstica (a variável independente em estudo) para os quatro países durante o período selecionado(Brasil, Chile, Coreia do Sul e China). Ao confrontar estes dados de poupança contra os dados das variáveis explicativas (independentes), podemos fazer inferências, a luz dos resultados dos trabalhos realizados anteriormente, sobre o comportamento da poupança brasileira em relação aos outros três países. Além disso, é possível apontar eventuais influências que estas variáveis podem exercer sobre a poupança doméstica brasileira.

Gráfico 1 - Poupança Doméstica Bruta- % do PIB – 1976-2009

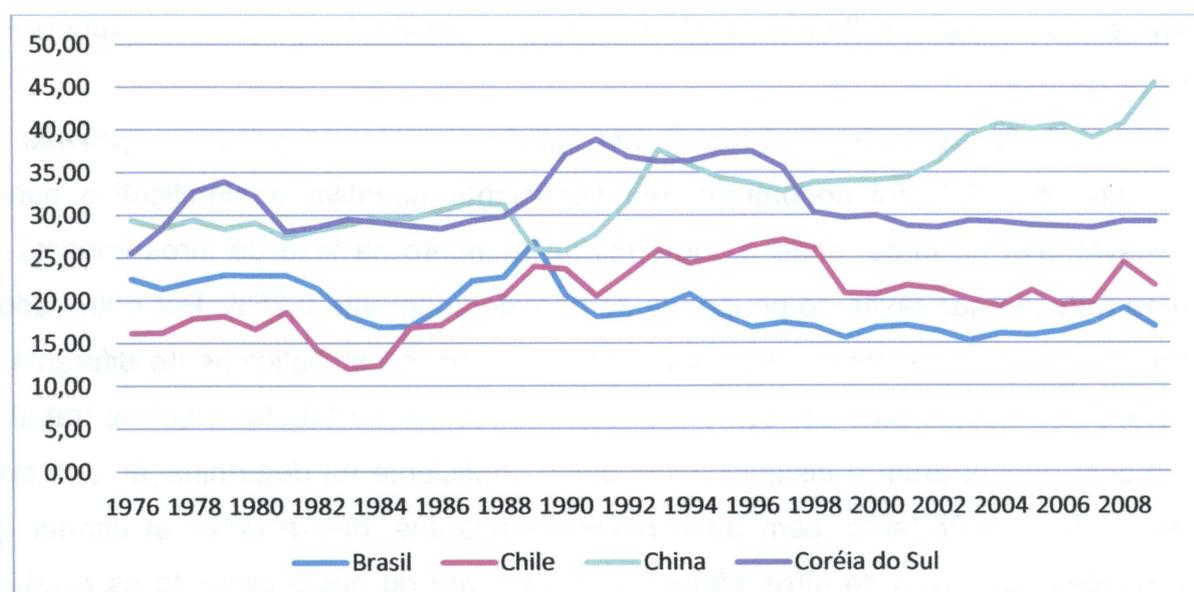


Fonte: Banco Mundial.

A partir do gráfico 1, é possível perceber que, a partir do final dos anos 1980, o Brasil foi o país que teve o menor nível de poupança doméstica. Além de apresentar o menor nível a partir deste período, o Brasil apresentou uma clara tendência de queda da poupança durante toda a década de 1990, sendo que,

tendência de queda da poupança durante toda a década de 1990, sendo que, apenas em 2007, o país recupera uma taxa semelhante à utilizada na década de 1970. Em contraste, o Chile apresenta uma espetacular elevação das suas taxas de poupança, superando o nível de 30% em meados da década de 2000. A China, mais surpreendentemente, apresenta tendência de elevação do seu nível de poupança durante todo o período, apenas passando por uma leve queda nos anos 1990. Porém, já a partir dos anos 2000, o país volta a apresentar um crescimento acentuado da sua taxa de poupança, superando a incrível marca de mais de 50% do seu PIB – mais do que o dobro da taxa de poupança brasileira. Já a Coréia do Sul apresentou uma forte elevação da sua poupança doméstica nos anos 1980, atingindo aproximadamente o valor de 40% no fim da década, para, a partir de então, ter uma diminuição no decorrer da década seguinte, principalmente no final dela, com a crise asiática. A recuperação pós-crise não ganhou folego para o país retornar as taxas do final dos anos 1980, mas hoje, o nível de poupança sul-coreano está próximo de 30%, um valor ainda considerado elevado.

Gráfico 2- Formação Bruta de Capital Fixo - % do PIB - 1976-2009



Fonte: Banco Mundial

O gráfico 2 traz os dados para a formação bruta de capital fixo, ou, em outras palavras, os investimentos para os quatro países, como contrapartida do gráfico 1, a poupança. Assim como na poupança, o Brasil também apresenta uma tendência de queda nos investimentos, principalmente no final da década de 1980,

sendo que, desde então, sua taxa fica sempre abaixo dos 20% durante todo o período restante (com exceção de 1994), atingindo o menor nível de toda a série em 2003, com um investimento próximo de 15%. O Chile, por sua vez, apresentou um espetacular aumento da sua formação bruta de capital fixo durante as décadas de 1980 e 1990, passando da taxa de 12% em 1983 para 27% em 1997, ou seja, mais do que o dobro em um período de quinze anos. Desde então o país apresentou uma queda considerável, mas mantendo uma taxa de investimento sempre próxima de 20%. A Coreia do Sul apresentou uma taxa de formação de capital próxima a 30% durante meados dos anos 1970 e até o final dos anos 1980, onde, deste então, apresentou um forte crescimento dos investimentos, mantendo sua taxa acima dos 35% por quase uma década. A partir do fim da década de 1990, os investimentos apresentam uma queda acentuada, mas se estabilizam até o final da série sempre próximo ao valor de 30%. Já a China apresenta uma trajetória crescente de formação de capital, com algumas oscilações no final dos anos 1980 e meados dos anos 1990. Porém, a partir dos anos 2000, o país apresenta um espetacular crescimento dos investimentos, atingindo incríveis 45% do PIB no ano de 2009.

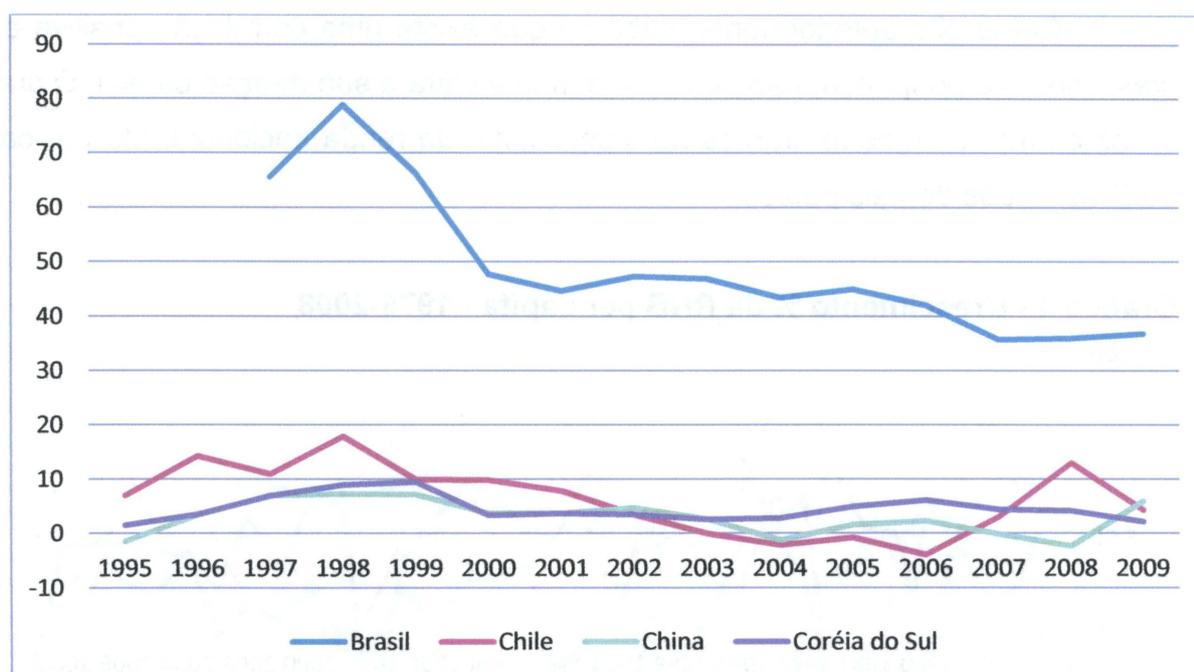
Para entender todos estes movimentos das taxas de poupança, a seguir são apresentados os resultados empíricos para as variáveis que foram expostas na seção anterior.

a) *Taxas reais de juros e sua influência sobre a poupança privada:* no trabalho de LEA, foi encontrado um coeficiente negativo e significativo para a variável taxa de juros, onde a cada 1% de aumento na taxa de juros impacta em uma redução nas taxas de poupança de aproximadamente 0,25%. Por outro lado, o trabalho de ED encontrou um coeficiente que não é estatisticamente diferente de zero. Além destes autores, como é possível observar na tabela 1, outros trabalhos também encontraram a insignificância deste coeficiente na determinação das taxas de poupança. Portanto, com base nestes resultados, não é possível afirmar que variações nas taxas de juros afetem positivamente ou negativamente os níveis de poupança dos países.

O gráfico 3 traz as taxas reais de juros do Brasil, Chile e dos dois países asiáticos, respectivamente. Devido ao alto período de inflação que o Brasil viveu durante toda a década de 1980 até 1994, os dados foram selecionados a partir desta data. Observando os dados é possível observar que as taxas de juros brasileiras sempre foram muito superiores às taxas dos países asiáticos. Durante todo o

período o Brasil apresentou taxas reais de dois dígitos, enquanto tal fato não é observado nem na China nem na Coréia do Sul, observados apenas em poucas oportunidades no Chile. O gráfico 3 mostra que, ao longo de toda série, o Brasil foi o país com as maiores taxas de juros dentre os quatro países, com taxas de juros tão altas que impressionam qualquer economista que não conheça a realidade brasileira. Porém, mesmo com uma taxa de juros fora de um patamar comparável com as taxas dos outros três países, os investimentos continuam acontecendo no Brasil. Apesar de estar ainda muito distante de taxas compatíveis com as dos demais países, a partir de 1998 há uma clara tendência de queda para a taxa de juros brasileira.

Gráfico 3 - Taxa real de juros - 1995-2009



Fonte: Banco Mundial. As taxas de juros reais são as taxas de juros dos empréstimos ajustadas pela inflação, medida através do deflator do PIB.

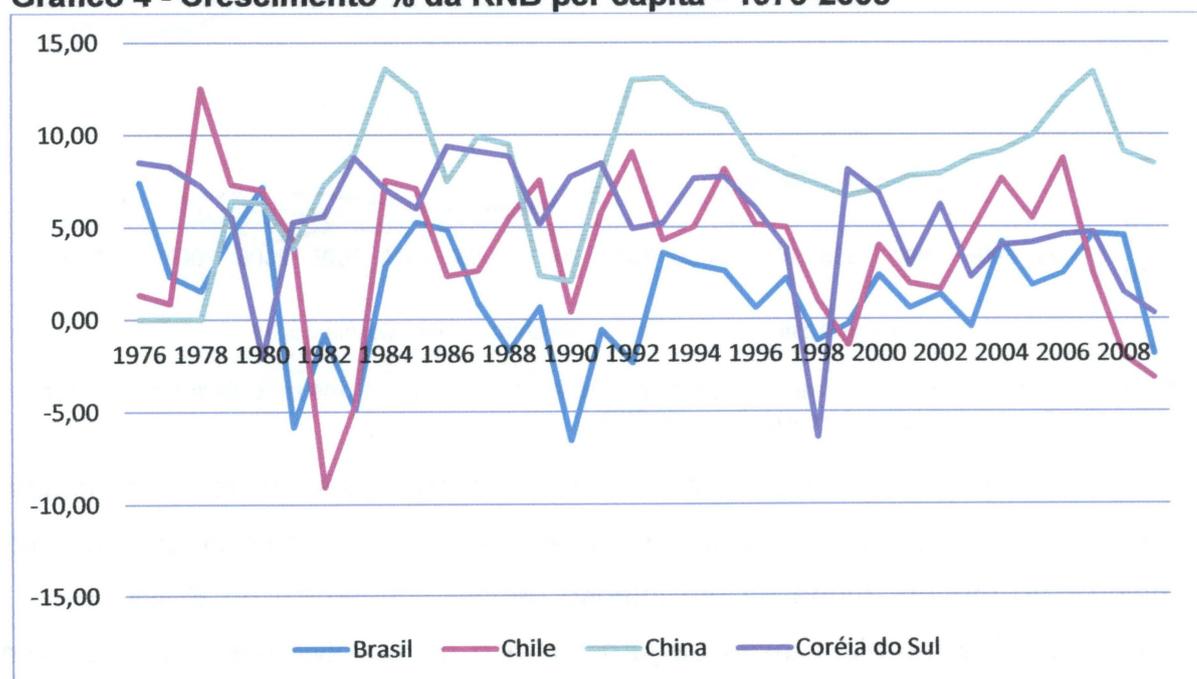
A despeito dos resultados encontrados nos testes econométricos mencionados acima, as taxas de juros no Brasil sempre foram e ainda são uma das maiores do mundo. Ainda há um intenso debate acadêmico no Brasil acerca das implicações destas altas taxas de juros para o desenvolvimento do país, como o movimento de valorização da taxa de câmbio. Não entrando no mérito deste debate, no tocante da poupança, não é possível afirmar a influência direta da taxa de juros no nível de poupança brasileiro. Porém, as altas taxas de juros no Brasil acabam inibindo movimentos de investimentos, devido aos altos custos que elas representam

na tomada de decisão de inversões dos empresários. Uma discussão mais detalhada do efeito da alta taxa de juros nas interações entre poupança e investimento é apresentado mais adiante, com o diagnóstico de crescimento realizado por Rodrik *et al.* para o caso brasileiro.

b) *Fluxos de renda, demografia e crescimento econômico*: tanto os trabalhos de ED e LEA encontraram uma relação positiva entre o crescimento da renda per capita disponível e o nível de poupança. No trabalho de LEA, um aumento de 10% na renda impacta o crescimento de 0,47% da poupança. Já no trabalho de ED, o impacto varia entre 0,306 e 0,581, dependendo do modelo de estimação utilizado. Porém, conforme podemos verificar na tabela 1, outros três estudos encontraram um coeficiente que não é estatisticamente diferente de zero. Portanto, esta ainda é uma variável que deve ser interpretada com bastante cautela.

Como dito anteriormente, sabe-se que existe uma correlação positiva entre crescimento e poupança, não sendo totalmente clara a sua direção causal. O gráfico 4 traz os movimentos referentes ao crescimento da renda nacional bruta per capita do Brasil e dos demais países.

Gráfico 4 - Crescimento % da RNB per capita - 1976-2008

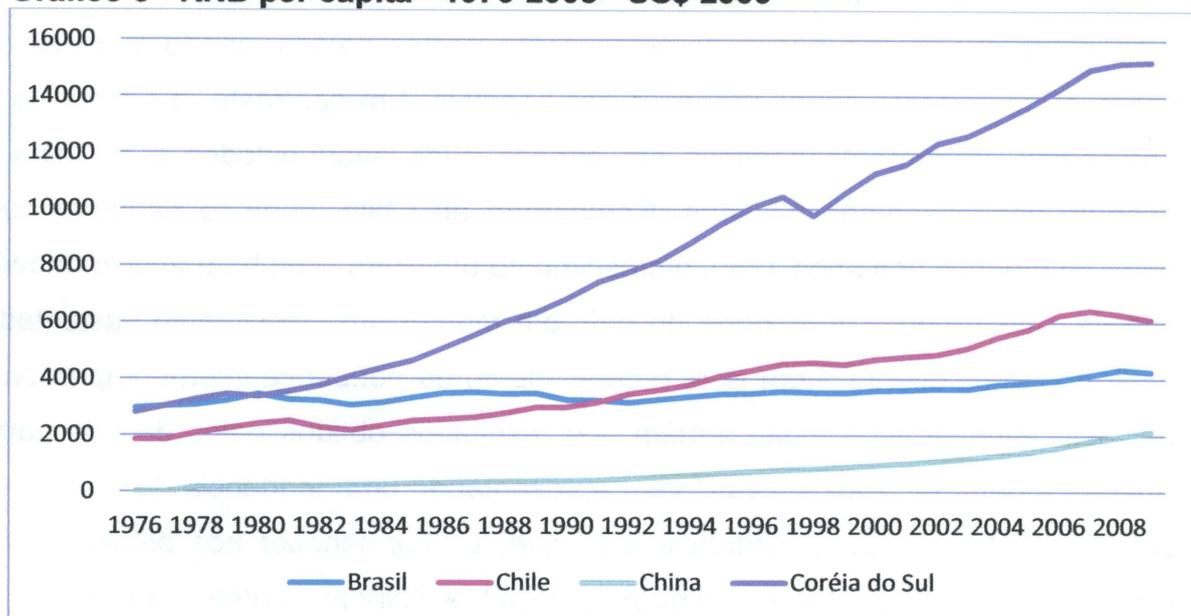


Fonte: Banco Mundial.

A partir deste gráfico, é possível perceber que o crescimento da RNB per capita é muito volátil para Brasil, Chile e Coréia do Sul. O desempenho brasileiro

acompanhou o desempenho asiático até a década de 1980, onde, desde então, ficou muito abaixo dos níveis de crescimento destes países, sendo que por onze vezes o crescimento anual chegou a ser negativo. Em contraste, a Coréia do Sul apresentou crescimento negativo em apenas duas oportunidades e a China em nenhum ano observado na série. Comparado ao Chile, pode-se perceber que a partir de meados dos anos 1980, o crescimento brasileiro ficou bem abaixo da média chilena, mostrando a dificuldade do país em manter um crescimento sustentado a partir dos anos oitenta. Com isso, o crescimento da poupança interna impulsionado por esta variável ficou muito aquém dos resultados obtidos pelos demais países. Apenas a partir de 2002 o Brasil vem apresentando uma tendência de crescimento da sua RNB per capita, tendência esta que, se permanecer nos próximos anos, poderá contribuir para o aumento da poupança brasileira mais efetivamente.

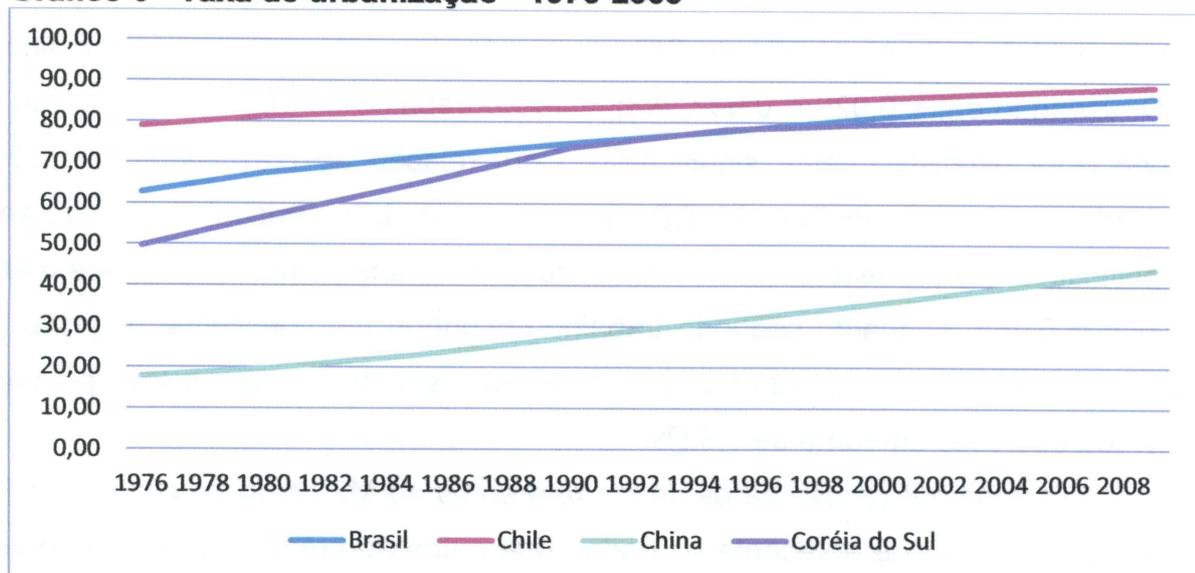
A gráfico 5 traz os dados para a RNB per capita dos países como o indicador para a renda anual. A partir destes dados é possível perceber que os níveis de renda per capita para Brasil e Coréia do Sul eram muito parecidos em 1970, onde esta variável influenciava os níveis de poupança, pressupondo funções de consumo semelhantes, praticamente na mesma magnitude. Porém, a partir do início da década de 1980 há um claro descolamento entre os rendimentos dos dois países, sendo que, atualmente, o nível de renda sul-coreano é quatro vezes maior que o brasileiro, e o impacto do nível de renda é muito maior para os níveis de poupança para a Coréia do que para o Brasil. O gráfico 5 ilustra bem este movimento, mostrando o espetacular desempenho sul-coreano comparado ao pífio desempenho brasileiro. A China, por sua vez, parte de um nível de renda muito baixo, onde inicia a série em 1978, com um nível de renda aproximadamente 19 vezes menor que os níveis de renda dos outros três países. Porém, o país apresentou um nível de crescimento muito acelerado nas últimas décadas. Hoje, o nível de renda chinês já é a metade do brasileiro. Comparado ao outro país da América Latina, o nível chileno de renda per capita ultrapassou o brasileiro desde o começo da década de 1990. É interessante notar que, desde que o Chile passou do nível de poupança de apenas 10% do seu PIB em 1982 para quase 30% em 1988, o país apresentou altas taxas de crescimento da renda per capita, e praticamente continuamente ao longo do período.

Gráfico 5 - RNB per capita - 1976-2008 - US\$ 2000

Fonte: Banco Mundial.

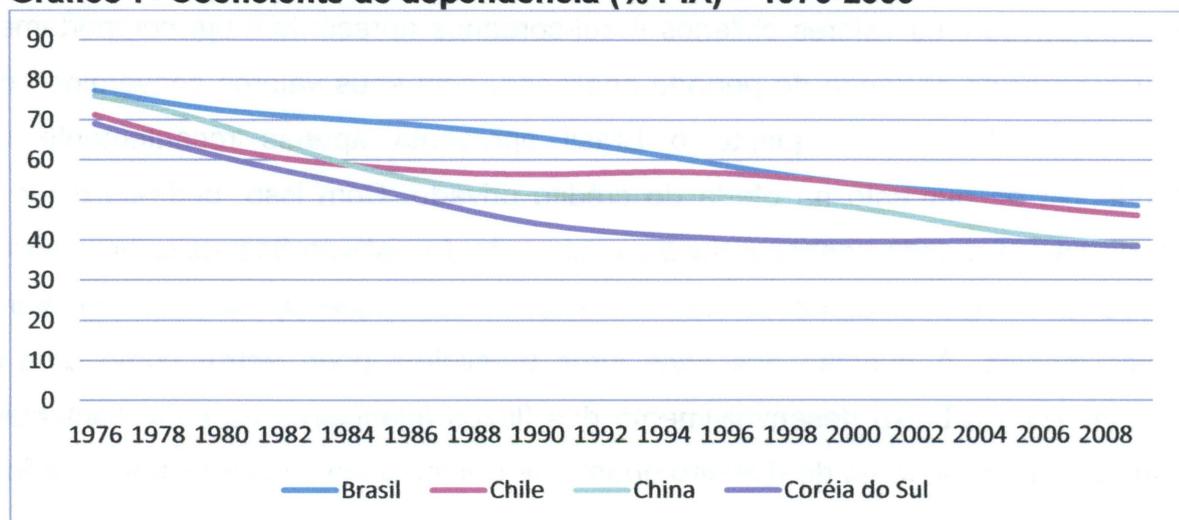
No que tange a demografia, os trabalhos realizados por LEA e ED encontraram que o nível de urbanização afeta negativamente a formação de poupança privada. Os valores encontrados variam entre -0,023 e -0,0382 no trabalho de LEA e -0,028 e -0,120 no trabalho de ED. Para os níveis do coeficiente de dependência, os valores encontrados também foram negativos. No trabalho de LEA, esta variável é separada na taxa de dependência dos idosos (variando entre -0,086 e -0,655) e na taxa de dependência dos jovens (variando entre -0,012 e -0,299); no trabalho de ED a variação é entre -0,054 e -0,261. Apesar de afetar negativamente o nível da poupança, o crescimento da taxa de urbanização, principalmente nas nações que ainda são predominantemente agrárias, é importante para a dinâmica econômica, pois tal movimento libera mão-de-obra das áreas rurais para as áreas urbanas, aumentando a dinâmica dos setores industriais e de serviços.

O gráfico 6 traz a evolução do percentual de população urbana em relação à população total para os países estudados. A partir destes dados é possível perceber que Brasil, Chile e Coréia do Sul possuem elevadas taxas de urbanização, superiores a 80%. Com isso, o nível de poupança tende a ser mais baixo nestes países quando comparados à China, que ainda possui uma população predominantemente agrária. Mesmo influenciando negativamente, o nível de poupança cresceu junto com a urbanização dos países, o que indica que não há uma grande influência desta variável para diminuições relevantes da poupança.

Gráfico 6 - Taxa de urbanização - 1976-2009

Fonte: Banco Mundial

Com relação ao coeficiente de dependência, ele vem diminuindo com o passar do tempo nos quatro países estudados. Na China e Coréia do Sul esta queda é mais acentuada em comparação aos países latino-americanos. A Coréia do Sul apresentou uma queda acentuada até meados da década de 1990, atingindo uma tendência estacionária desde então. Já os outros três países ainda apresentam tendência de queda para este coeficiente. O gráfico 7 apresenta estes dados.

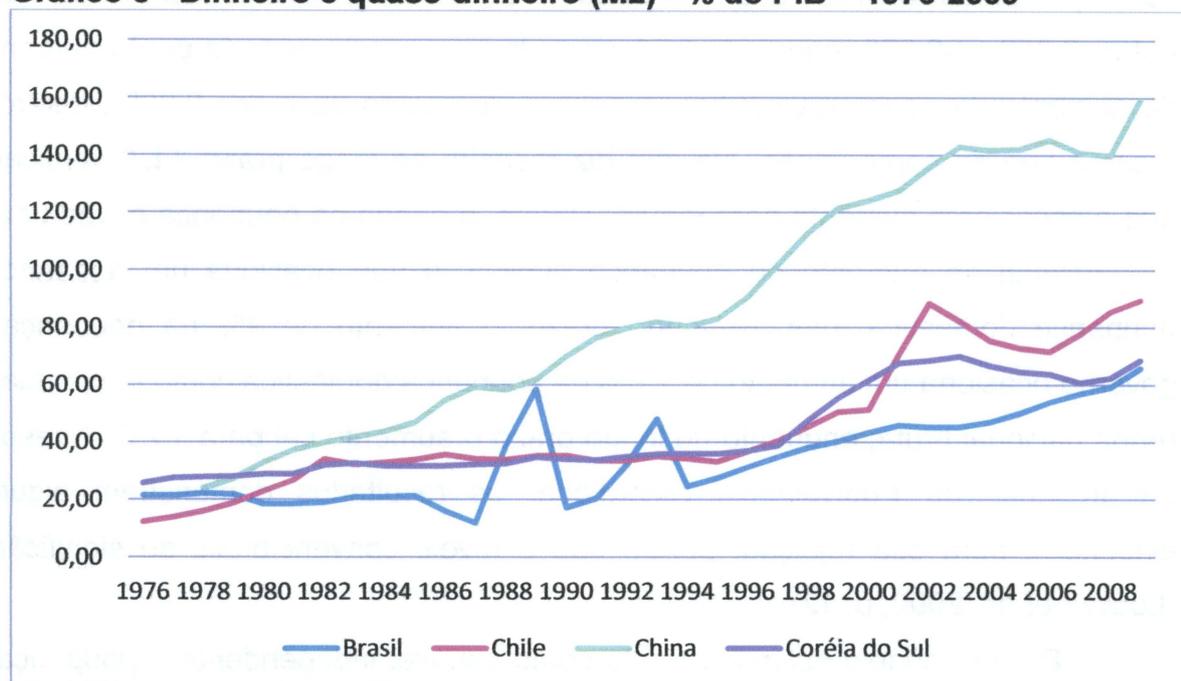
Gráfico 7- Coeficiente de dependência (% PIA) – 1976-2009

Fonte: Banco Mundial.

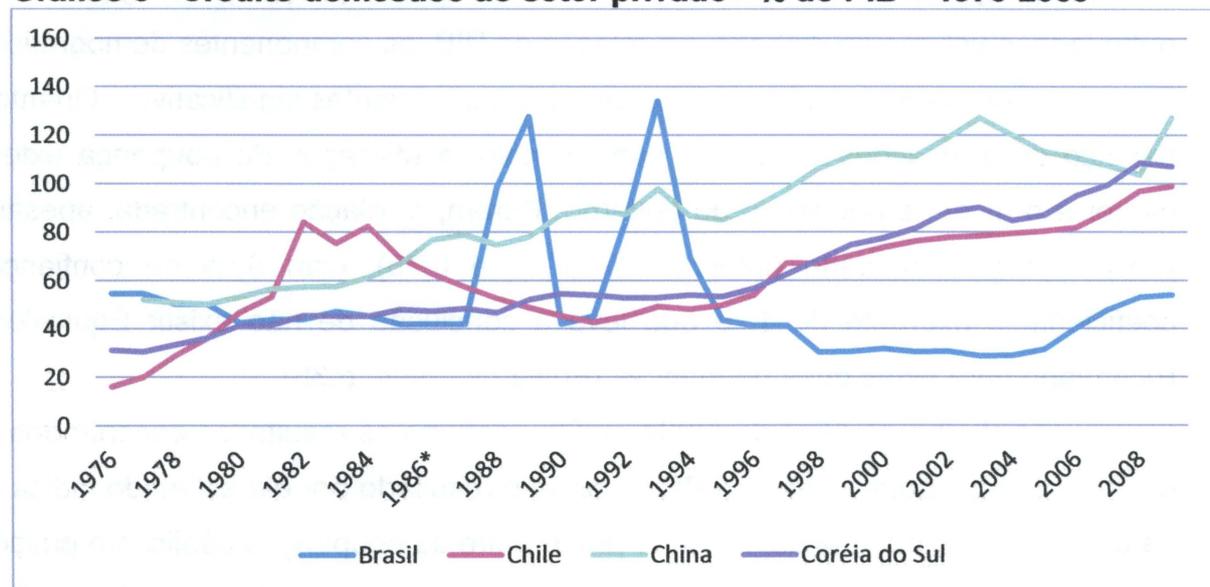
Com isso, principalmente para Brasil e Chile, a diminuição do coeficiente de dependência pode contribuir positivamente para o aumento da poupança destes países nos próximos anos.

c) *Restrições no sistema financeiro*: esta variável, mensurada a partir do percentual de M2 em relação ao PIB, apresentou um valor positivo no trabalho de ED, variando entre 0,029 e 0,652, enquanto no trabalho de LEA não encontrou um coeficiente estatisticamente significativo. Com relação ao crescimento do crédito privado, tanto o trabalho de ED quanto o de LEA encontram coeficientes significativos. O primeiro trabalho encontrou coeficientes positivos que variam entre 0,045 e 0,085, enquanto segundo trabalho encontrou um coeficiente negativo, em que se o fluxo privado de crédito crescer 1% em relação à renda, a taxa poupança privada decresce em torno de 0,32%.

O gráfico 8 apresenta os dados referentes ao M2 como percentual do PIB, enquanto o gráfico 9 apresenta os dados referentes ao crédito doméstico ao setor privado como percentual do PIB. Segundo esses dados, é possível notar que tanto o montante de M2 como percentual do PIB quanto o crédito doméstico ao setor privado do Brasil foi o menor dos três países durante todo o período analisado, excetuando-se apenas dois anos (1989 e 1993). Os dados referentes ao crédito privado, se analisados a partir da perspectiva do trabalho LEA, foi favorável para formação de poupança no Brasil em relação aos demais países, por ter apresentado um montante inferior. Porém, sob a perspectiva do trabalho de ED, e pela via de que um sistema financeiro desenvolvido auxilia o crescimento econômico, os dados mostram o atraso brasileiro em relação aos demais países. Analisando a variável crédito privado, os valores chilenos e sul-coreanos apresentam um comportamento muito parecido ao longo do período analisado, com seus valores convergindo para os níveis chineses, enquanto o Brasil apresenta apenas recentemente uma tendência de aumento na oferta do crédito privado. Com isso, pode-se dizer que ainda há um grande espaço para o crescimento do sistema financeiro brasileiro, de modo a facilitar e aumentar os fluxos de crédito que ajudam a fomentar os investimentos. A questão dos altos juros brasileiros pode entrar como uma das causas para o baixo desenvolvimento dos fluxos financeiros no país, contribuindo para baixa oferta, tanto de dinheiro quanto de crédito doméstico ao setor privado, na economia.

Gráfico 8 - Dinheiro e quase-dinheiro (M2) - % do PIB – 1976-2009

Fonte: Banco Mundial.

Gráfico 9 - Crédito doméstico ao setor privado - % do PIB – 1976-2009

Fonte: Banco Mundial.

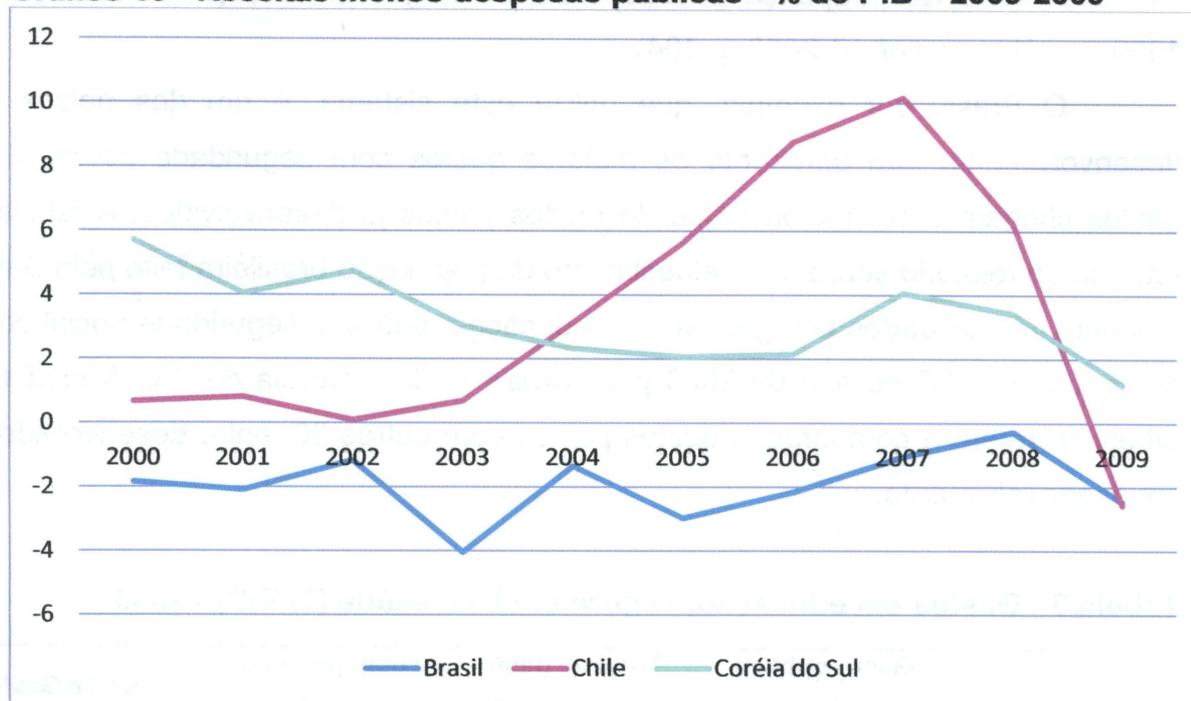
*Os dados dos anos de 1986 e 1987 para o Brasil estavam indisponíveis. Foi utilizado o mesmo valor do ano de 1985 para a construção do gráfico.

d) *Consumo e poupança do governo e seguridade social*: para captar a relevância dos impostos e do consumo do governo, ambos os autores utilizaram a variável poupança do governo. Para este trabalho, foi calculada uma aproximação da poupança do governo subtraindo das receitas as suas despesas, como percentual do PIB. O gráfico 10 apresenta estes dados. Os dois trabalhos encontraram um coeficiente negativo e significativo para a poupança do governo

como percentual do PIB, onde no trabalho de ED os valores encontrados variam entre -0,359 e -0,578, enquanto LEA encontraram que para cada ponto percentual de aumento da poupança pública, a poupança privada decresce 0,29%, dentro do mesmo ano de comparação. No que diz respeito ao longo prazo, LEA verificaram que o coeficiente aumenta para 0,69%. Porém, a queda na poupança privada não é proporcional ao aumento da poupança pública, o que ocasiona um aumento na poupança doméstica total. No curto prazo, o aumento de 4% na poupança do governo ocasiona um aumento de 2,8% da poupança doméstica como percentual da renda nacional bruta, enquanto no longo prazo o aumento cai para 1,2%. A respeito da presença da Equivalência Ricardiana, os resultados demonstram algumas evidências para sua rejeição, porém não a níveis convencionais de significância (Loayza *et al.*, 2000, p. 12).

Para o modelo estimado tendo como variável independente a poupança do governo, ED encontrou que a variável crescimento, assim como no modelo estimado para poupança privada, é o principal determinante da poupança do governo. Por outro lado, o volume de dinheiro em relação ao PIB, os componentes demográficos e os gastos com seguro social não apresentaram coeficientes significativos. Quanto ao balanço de transações correntes, quanto maior a utilização da poupança externa, menor é o nível de poupança do governo. Porém, a relação encontrada, apesar de próxima a uma unidade (intervalo de 0,29 e 0,75), com 95% de confiança o coeficiente é diferente de 1, o que leva a conclusão de não existir Equivalência Ricardiana para estas duas poupanças (Edwards, 1994, p.36).

O trabalho de Almeida (2004, p. 52) confirma os resultados encontrados nos estudos de LEA para o caso do Brasil, onde o resultado por ele estimado indica que há um “*crowding-out*” parcial no curto prazo entre as poupanças públicas e privadas, enquanto no longo prazo não foi possível rejeitar a hipótese de “*crowding-out*” total entre as poupanças, indicando a existência da Equivalência Ricardiana.

Gráfico 10 - Receitas menos despesas públicas - % do PIB – 2009-2009

Fonte: Banco Mundial. Devido à escassez de dados, a China não foi incluída neste gráfico.

A partir do gráfico 10 é possível perceber que a poupança pública brasileira durante toda a última década contribuiu negativamente para a poupança doméstica total, comportamento diferente do verificado por Chile e Coreia do Sul que mantem saldos positivos de poupança pública. Apenas a partir de 2007 a poupança pública destes dois países apresentam quedas acentuadas, muito provavelmente influenciadas pela crise financeira que se iniciou neste período, sendo que, no caso do Chile, a queda é tão acentuada que provoca uma despoupança do governo de 2,58% em relação ao seu PIB no ano de 2009.

Com relação à seguridade social para a determinação da poupança privada, o trabalho de ED encontrou um coeficiente negativo e significativo, onde os coeficientes variam entre -0,116 e -0,581. O trabalho de LEA não insere no seu modelo uma variável que faça referência aos gastos com seguridade social, porém cita que o trabalho de Schmidt-Hebbel (1999) sugere que do aumento 12,2% da poupança ocorrido no Chile de 1986 até 1999, 3,8% é atribuído à reforma do sistema de pensão ocorrido no país. Tanto neste trabalho, como no ED, a variável utilizada para mensurar o impacto do sistema de pensão foi a de transferências do sistema *pay-as-you-go*. Ou seja, países que utilizam este tipo de sistema tendem a

ter seus níveis de poupança privada afetados negativamente (Schmidt-Hebbel²², 1999 *apud* Loayza *et. al*, 2000, p.404).

O Brasil, por exemplo, que utiliza este sistema, é um dos países em desenvolvimento que apresenta os maiores gastos com seguridade social. Seus gastos chegam a ser maiores que de muitos países já desenvolvidos. A tabela 3, retirada do relatório sobre o envelhecimento da população brasileira feito pelo Banco Mundial, traz os dados dos gastos com educação, saúde e seguridade social como percentual do PIB no ano de 2006 para Brasil, Chile e Coréia do Sul. A média da tabela se refere à comparação destes países com outros 26, entre desenvolvidos e em desenvolvimento.

Tabela 3 - Gastos em educação, seguro social e saúde (% PIB) - 2006

País	Gasto público em educação (%PIB)	Total de gasto com saúde (% PIB)	Total gasto com Seguro Social (% PIB)	Total de Gastos Sociais (% PIB)
Brasil	5,0	8,5	10,3	23,8
Chile	3,2	6,0	2,9	12,1
Coréia do Sul	4,2	6,0	1,3	11,5
Média geral	5,19	8,63	9,3	23,1

Fonte: Banco Mundial: Implication of Polulation Aging on Growth, Poverty, Public Finance and Service Delivery. Tabela 6.1 Expenditures on Education, Social Security and Health as proportion of GDP (2006), p. 128.

Como se pode observar, o Brasil tem um gasto total com seguro social muito superior aos gastos de Chile e Coréia do Sul. Mesmo comparado à média geral de todos os países incluídos na construção da tabela, o gasto brasileiro é superior. A partir destes dados é possível perceber que as pressões negativas dos gastos sociais para a formação de poupança são muito mais acentuadas no Brasil em comparação aos demais países. A partir dos resultados encontrados por Schmidt-Hebbel (1999) para o caso chileno, o Brasil tem em uma reforma previdenciária um importante caminho para aumentar os seus níveis domésticos de poupança, além de possibilitar um alívio no déficit do setor público.

²² Schmidt-Hebbel, K. (1999). "Chile. Die Revolution des Alterssicherungssystemes trägt Früchte [Chile's Pension Revolution Coming of Age]." In Deutsches Institut für Altersvorsorge, Gesetzliche Alterssicherung, Reformerfahrungen im Ausland. Ein Systematischer Vergleich aus Sechs Landern [Reforming the Pension System. What Germany Can Learn from Six Countries]. Cologne: Deutsches Institut für Altersvorsorge.

e) *Instabilidade macroeconômica e distribuição de renda*: a instabilidade macroeconômica, mensurada através dos índices de inflação, não apresentou nenhum coeficiente estatisticamente diferente de zero em ambos os trabalhos. Todavia, apesar de não apresentar uma influência direta nos índices de poupança, ambientes com inflação controlada são fundamentais para o crescimento econômico e, conseqüentemente, elevações na renda, que influenciam o aumento da poupança (Loayza *et al.*, 1999, p. 13). A tabela 4 apresenta os dados referente a inflação dos quatro países no período analisado. Pode-se perceber que, no caso brasileiro, a inflação é um problema crônico e recorrente, com altíssima inflação durante toda a década de 1980 e até meados da década de 1990.

Com relação à distribuição de renda, apenas o trabalho de ED testa a variável, não encontrando influências significativas, nem positivas nem negativas, entre a distribuição de renda e poupança.

Tabela 4 - Inflação - Deflator do PIB - 1976-2009

<u>Ano</u>	Brasil	Chile	China	Coréia do Sul	<u>Ano</u>	Brasil	Chile	China	Coréia do Sul
1976	47,63	251	-0,19	24,56	1993	2001	11,75	15,121	6,349
1977	46,18	106	1,089	16,67	1994	2252	13,73	20,607	7,835
1978	41,06	57,7	1,92	23,34	1995	93,52	10,42	13,736	7,387
1979	56,48	45,7	3,579	20,09	1996	17,09	2,727	6,4354	5,119
1980	87,31	28,8	3,793	24,04	1997	7,645	4,27	1,5129	4,617
1981	107,2	13	2,293	18,24	1998	4,233	1,926	-0,859	5,822
1982	104,8	8,53	-0,25	6,669	1999	8,482	2,432	-1,255	-0,099
1983	140,2	30,7	1	6,211	2000	6,175	4,56	2,0627	5,014
1984	212,8	12,6	4,936	6,004	2001	8,971	3,793	2,0523	3,86
1985	231,7	30,7	10,2	4,766	2002	10,55	4,168	0,5844	3,23
1986	145,3	22,1	4,748	5,509	2003	13,72	6,228	2,6116	3,561
1987	204,1	25,8	5,158	5,651	2004	8,038	7,478	6,9128	3,034
1988	651,1	22,7	12,08	7,607	2005	7,21	7,552	3,9298	0,655
1989	1209	13,5	8,511	5,736	2006	6,152	12,42	3,7855	-0,143
1990	2735	22,5	5,838	10,52	2007	5,868	5,452	7,602	2,08
1991	414,2	22,4	6,849	10,66	2008	8,328	0,238	7,7978	2,91
1992	968,2	12,9	8,237	7,622	2009	5,737	2,867	-0,593	3,429

Fonte: Banco Mundial.

f) *Poupança externa*: no trabalho de ED, o valor encontrado para a poupança externa (ou o déficit em transações correntes) variou entre -0,380 e -0,625, enquanto

o trabalho de LEA encontrou um coeficiente de -0,329 no modelo que inclui esta variável.

O trabalho de Almeida (2004, p. 52) concluiu que, assim como ocorre com as poupanças privada e pública, existe um efeito “*crowding-out*” parcial entre as poupanças doméstica e externa no curto prazo, enquanto no longo prazo o efeito “*crowding-out*” é total, não sendo possível descartar a hipótese de existência da Equivalência Ricardiana. Na sua regressão, o coeficiente encontrado para poupança externa da determinação da poupança doméstica foi de -0,67, o que indica uma alta substituição da poupança interna pela poupança externa, conforme os trabalhos anteriores explicitaram.

Já Bresser-Pereira e Gala (2005) fundamentam toda sua crítica quanto à utilização de poupança externa a partir do modelo de substituição de poupança (apresentado na seção 2.4.2). Segundo Bresser-Pereira (2006), o período de 1993 a 1999 foi de substituição da poupança interna pela externa, enquanto o período de 2000 a 2005 o movimento foi inverso, onde a poupança externa foi substituída pela interna. A tabela 5 apresenta este movimento de substituição mencionado acima (Bresser-Pereira, 2006, p. 25).

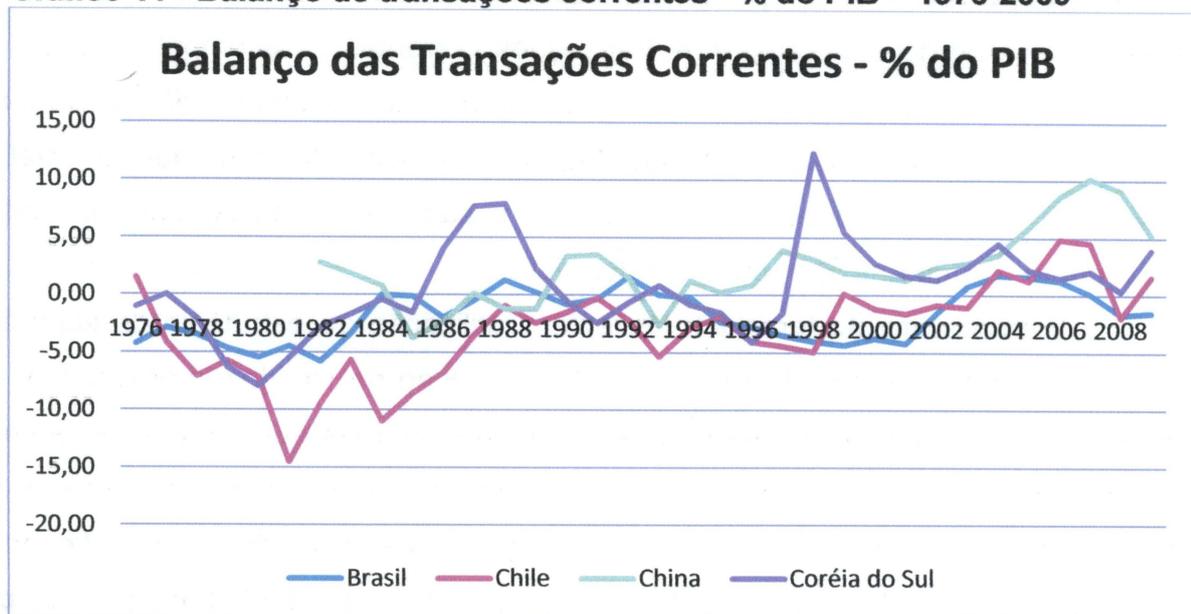
Tabela 5 - Taxa de substituição da poupança interna pela externa (1993-99) e da poupança externa pela interna (200-2005) - base: média de 3 anos anteriores

Período	Poupança externa (Sx) média – em % do PIB	Poupança interna (Si) média – em % do PIB	$\Delta Si/\Delta Sx$ (em %)	$\Delta Sx/\Delta Si$ (em %)
1990-1992	0,44	18,62	-	-
1993-1999	2,98	16,78	119,4	-
1997-1999	4,40	15,09	-	-
2000-2005	0,96	18,11	-	113,9

Fonte: Tabela extraída de Bresser-Pereira (2006). *Substituição de poupança interna pela externa e seu inverso: o caso do Brasil*. p 25, tabela 6.

A partir da tabela 5 é possível notar que o aumento da poupança externa é acompanhado por uma diminuição da poupança interna, onde o inverso também é verdadeiro. Para auxiliar na análise do papel da poupança externa na formação da poupança doméstica, o gráfico 11 traz os dados referentes ao balanço de transações correntes como porcentagem do PIB para os quatro países que estão sendo analisados.

Gráfico 11 - Balanço de transações correntes - % do PIB – 1976-2009



Fonte: Banco Mundial.

Durante toda a série nota-se claramente que a estratégia adotada pelos países latino-americanos foi de utilização da poupança externa, enquanto a estratégia asiática foi claramente na direção oposta, principalmente no caso da China. Este é um dos reflexos das distintas estratégias de industrialização dos países. Enquanto o modelo latino-americano adotou o modelo de substituição de importações como estratégia de desenvolvimento, o modelo asiático adotou o modelo *“export-led growth”*, prezando sempre por saldos positivos altos nas suas balanças comerciais e, conseqüentemente, saldos em transações correntes superavitários. A Coréia do Sul apresentou déficits em transações correntes desde o final da década de 1970 até meados da década de 1980, porém com déficits relativamente baixos. No começo dos anos 1990, com o forte movimento mundial em prol da globalização, os sul-coreanos voltaram a apresentar a estratégia de utilização da poupança externa, até a crise de 1997 onde, desde então, retornaram a utilizar os superávits em conta corrente como estratégia.

Já os países latino-americanos apresentaram sistemáticos déficits em conta corrente praticamente em todo o período analisado, sendo que os déficits mais acentuados ocorreram no caso chileno. Curiosamente, para o Chile, os períodos de maiores déficits nos seus balanços de transações correntes foram o de maior aumento do nível de poupança. Porém, é possível perceber que o aumento da poupança doméstica não foi proporcional ao total de aumento nos déficits. Já no caso do Brasil, balanços negativos nas transações correntes não foram seguidos por

aumentos nos níveis de poupança doméstica. Particularmente, no caso brasileiro, o período recente de superávits nas transações correntes foi acompanhado por um aumento no nível de poupança doméstica, o que pode ser uma evidência de que a utilização de poupança externa não faz necessariamente com que o nível de poupança doméstica se eleve. Ao contrário, a sua diminuição acabou elevando o movimento de aumento da poupança doméstica.

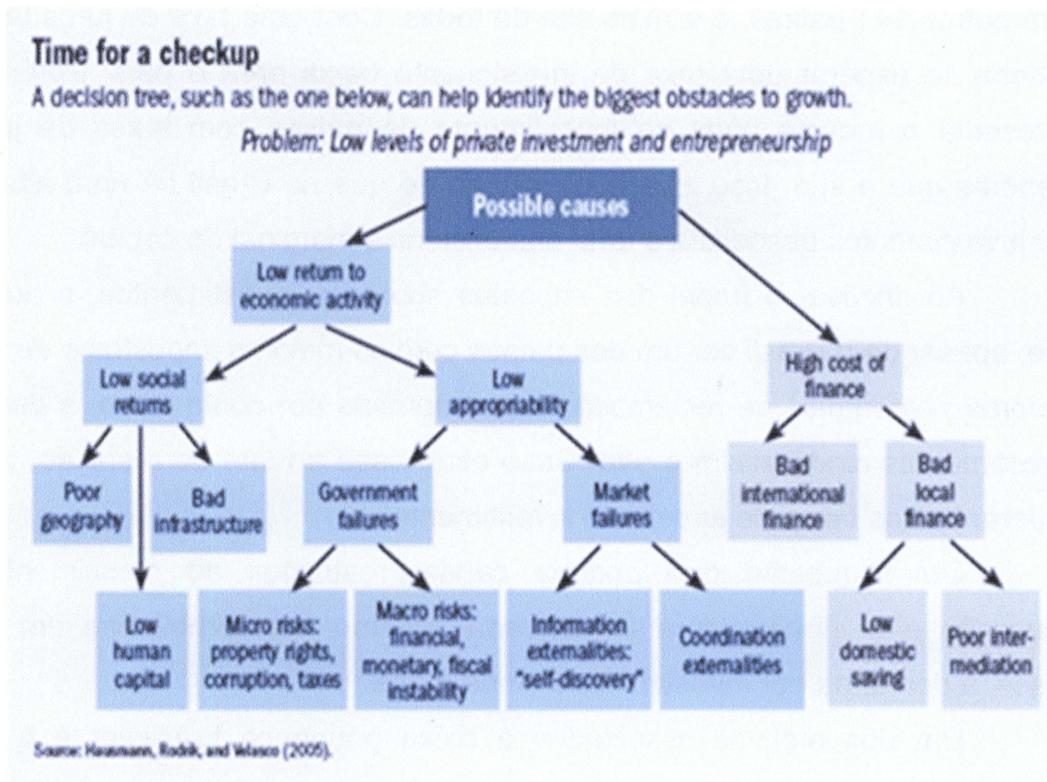
Este movimento torna interessante a utilização da estratégia de superávits em transações correntes. Em períodos de contração da liquidez internacional, não depender da poupança externa pode ser fundamental para que um país evite crises ocasionadas por fatores exógenos. O choque do aumento dos juros no começo dos anos 1980 foi devastador para os países que dependiam do sistema financeiro internacional, como foi o caso do Brasil. A crise asiática de 1997 serviu de lição para a Coreia do Sul voltar a manter superávits nos seus balanços de transações correntes.

Além disso, como apontado por Bresser-Pereira, a utilização da poupança externa exige a manutenção de altas taxas de juros por parte dos países para conseguirem atrair os recursos externos. Isso acaba causando uma pressão de valorização cambial que, no longo prazo, prejudica a competitividade das indústrias nacionais e causa efeitos estruturais negativos. Outra questão relevante é que nem toda poupança externa captada por um país é revertida em investimentos. Muitas vezes, quase toda a utilização de poupança externa é direcionada para o consumo, causando exatamente o efeito contrário ao esperado e desejado, que seria o aumento das inversões produtivas (Easterly, 2004, p. 56).

g) *Diagnóstico do crescimento de Rodrik et al para o caso brasileiro*: com sua abordagem de que cada país deve realizar seu próprio diagnóstico para identificar as fontes de restrição do seu crescimento e, a partir disso, planejar as políticas que eliminarão tais restrições e impulsionarão o crescimento, Rodrik *et al* (2005) e Hausmann (2008) apontaram a insuficiência da poupança doméstica como a principal causa do problema brasileiro.

A partir de uma “árvore de problemas”, Rodrik *et al* (2005) estruturam duas possíveis causas para o baixo investimento privado: baixo retorno da atividade econômica ou um auto custo do financiamento. Para cada um destes problemas, existe uma série de causas relacionadas, descritas na figura 1.

Figura 1 - Árvore de decisão - Diagnóstico do Crescimento



Fonte: Hausmann, R; Rodrik, D.; Velasco, A. Growth Diagnostics, p. 27.

Para o autor, o problema do Brasil não está relacionado ao baixo retorno dos investimentos, tendo em vista que, mesmo com as altas taxas de juros do Brasil, a demanda de investimentos no país é muito alta. E, por esta demanda de investimento ser tão alta e não existir poupança doméstica suficiente para atendê-la, a taxa de juros também é alta. Segundo o autor, existe a possibilidade do país utilizar a poupança externa para completar o nível de poupança necessário para atender a demanda por investimento. Porém, o Brasil, como se pode observar no gráfico 11, sempre foi historicamente utilizador de poupança externa. A manutenção de déficits em transações correntes tem certo limite, não podendo ultrapassar um determinado patamar, até por uma questão de solvência de suas dívidas. Além disso, a utilização de poupança externa pode causar problemas estruturais para o país pelos efeitos que ela exerce sobre a taxa de câmbio.

Sendo assim, o Brasil apresenta atualmente um nível de crescimento econômico (compatível com o produto potencial) abaixo de 5%. Taxas de crescimento acima deste valor fazem com que a demanda supere a oferta, principalmente no caso dos bens e serviços *non-tradable* (Hausmann, 2008, p.5).

Segundo Hausmann, a taxa de juros para empréstimo no Brasil, comparada com outros 141 países, é a mais alta de todas. Com uma taxa de juros tão elevada, poderia se esperar uma taxa de investimento baixa para o país. Porém, o Brasil apresenta o mesmo nível de investimento de países com taxas de juros muito menores que a sua. Isso leva a conclusão de que no Brasil há uma alta demanda por investimentos associada a uma alta eficiência marginal do capital.

Ao analisar o papel dos impostos sobre os investimentos, o autor conclui que, apesar de o Brasil ser um dos países com os maiores impostos e de ter um dos maiores percentuais de reclamação das empresas por conta disso, a demanda por investimentos ainda assim é alta. Caso esta fosse a fonte de restrição, seria de se esperar baixas taxas de juros e de investimentos.

Outra questão que poderia causar restrições ao crescimento seria a educação e a infraestrutura inadequada. Mesmo com problemas em ambos os casos, a demanda por investimentos ainda é alta.

Um dos motivos associados à baixa poupança brasileira é o alto custo existente para a concessão de empréstimos. Devido às altas taxas de depósitos que os bancos necessitam manter, existe uma necessidade de estas instituições praticarem altos *spreads*, devido ao elevado custo associado a estas taxas de depósitos. Tal manutenção de depósitos é ainda mais custosa em um ambiente de taxas de juros básicas elevadas. Com isso, o autor conclui que o *spread* é determinado endogenamente pelo nível da taxa de juros, não sendo a causa, mas sim consequência deste fator.

A incerteza no ambiente econômico poderia ser outra explicação para as taxas de juros brasileiras. Mas, no contexto desta última década, de controle da inflação e queda do risco país, esta deixa de ser uma causa relevante.

No tocante da utilização de poupança externa para suprir a falta de poupança doméstica, essa escolha acaba afetando a taxa de câmbio e tem reflexos na estrutura produtiva, tanto de bens *tradable* quanto dos *non-tradable*, alterando seus rendimentos relativos.

Para impedir que o crescimento do Brasil seja maior que o potencial, o banco central é obrigado a manter altas taxas de juros para conter a demanda, taxas estas que provocariam recessões em muitos países do mundo.

Outra questão relevante que Hausmann (2008) aponta é o alto gasto corrente do governo brasileiro. Para fazer frente a estes gastos, o país tem uma das

maiores arrecadações do mundo, atingindo quase 40% do PIB, valor comparável apenas com algumas ex-nações comunistas. Para financiar seus gastos, são exigidas altas taxas de juros, contribuindo para que esta variável permaneça em um patamar elevado. Apesar de toda essa arrecadação e gastos, os investimentos públicos são baixos quando comparados aos investimentos realizados pelos demais países em desenvolvimento. O autor aponta o gasto com juros da dívida pública, as transferências e gastos com o sistema de pensão como elementos que pesam no orçamento público, sendo que este último representa uma transferência de recursos para uma parcela da população com baixa propensão a poupar (Hausmann, 2008, p. 23).

Como solução para todo este diagnóstico de problemas, a primeira melhor solução para o Brasil seria:

“A first best solution to Brazil's growth problem would simultaneously lower the level of public consumption and transfers, increase investment in infrastructure and human capital and lower taxes, while reducing the overall deficit to create space for private investment.” (Hausmann, 2008, p.23).

Como a adoção de tais medidas são extremamente difíceis de alcançar, além de serem um tanto contraditórias entre si (aumentar investimentos em infraestrutura concomitantemente a diminuição do déficit público), é necessário procurar uma segunda alternativa.

Para estimular o aumento dos investimentos privados seria necessário que as taxas de juros fossem diminuídas. Porém, esta situação se torna complicada devido à necessidade que o banco central tem de conter a demanda por investimentos (que supera a disponibilidade de poupança doméstica) através da taxa de juros. A utilização de poupança externa para suprir a carência não é uma boa estratégia, como explicitado anteriormente. Portanto, a chave seria o aumento da poupança doméstica. (Hausmann, 2008, p. 24).

Para atingir tal objetivo, Hausmann (2008, p.24) argumenta que a primeira importante estratégia seria diminuir o déficit público, mesmo que isto comprometa o aumento dos investimentos públicos, uma vez que os altos retornos dos investimentos privados poderiam compensar este comprometimento, ainda mais a taxas de juros mais baixas.

Devido ao alto nível de impostos praticados pelo governo no Brasil, a diminuição deste déficit deveria se dar via diminuição de gastos, ao invés de aumento da arrecadação.

Outra questão importante que o autor coloca é a da taxa de juros básica do Brasil, a SELIC, com relação às taxas de juros praticadas pelo BNDES, as Taxas de Juros de Longo Prazo e as taxas de juros praticadas pelos bancos privados. As taxas de juros praticadas pelo BNDES são menores que a SELIC e extremamente menores que as taxas dos bancos privados. Isto causa uma distorção na disponibilidade das fontes de investimentos, ainda mais porque grande parte da fonte de recursos do BNDES vem dos fundos trabalhistas (FAT), que acabam sendo remunerados abaixo das taxas de mercado. Isso faz com que alguns setores em particular (que têm acesso aos recursos do BNDES) se beneficiem destas condições. Como as taxas de juros do BNDES diminuem junto com a SELIC, a diferença de juros nunca é eliminada, o que prejudica o desempenho fiscal do governo. Tendo em vista que a SELIC é determinada endogenamente, em função de mudanças na demanda agregada, quanto mais expansionista for a política do BNDES, mais contracionista a política do banco central tem de ser.

Além disso, diminuir os diferenciais das taxas de juros do BNDES e das instituições privadas iria aumentar a disponibilidade de recursos de longo prazo para os investidores, a taxa de juros mais “normais”.

Resumidamente, Hausmann resume a questão dos diferenciais da taxa de juros como:

“The point is that makes little sense for BCB to be putting its feet on the breaks while the BNDES is putting its feet on the accelerator. If BNDES would take its feet off, the BCB could ease up, the interest rates would come down and the fiscal dynamics would improve”. (Hausmann, 2008, p. 27).

Deixando de lado a questão da poupança pública, na análise da poupança privada, o autor destaca que as altas taxas e impostos incidentes sobre as corporações e indivíduos com alta propensão marginal a poupar somadas às transferências de renda para pessoas com baixa propensão marginal a poupar deprimem a formação de poupança. Adicionalmente, o sistema de pensão brasileiro (*pay-as-you-go*) não cria incentivos para que a população mais jovem poupe. Ele argumenta que seria interessante criar um esquema de impostos que incentive a poupança. As altas exigências de reservas e as elevadas taxas de juros são uma fonte implícita de custos que tornam o *spread* bancário tão grande, fazendo com que a intermediação financeira seja ineficiente e diminua os incentivos a poupança. Levando em consideração que a falta de poupança doméstica é a principal causa de

restrição ao crescimento do Brasil, a redução dos impostos e custos da intermediação financeira se fazem necessários.

Para finalizar, Hausmann fecha o diagnóstico de crescimento para o Brasil dizendo que o aumento da poupança doméstica permitirá um aumento nos investimentos e, conseqüentemente, aumentará a oferta potencial da economia, o que possibilitará ao Brasil crescer a taxas mais elevadas sem causar pressões inflacionárias. Uma ressalva que ele faz é a necessidade de que o crescimento dos investimentos se faça de modo que a oferta de capital humano e infraestrutura, que são atualmente um problema no Brasil, não prejudiquem o crescimento sustentado da economia.

4. CONCLUSÃO

O crescimento econômico é um objetivo comum a todos os países e um dos temas mais pesquisados e discutidos pelos economistas. E, em grande parte desta discussão, a poupança tem um papel importante na determinação do crescimento.

Como foi possível ver ao longo deste trabalho, são muitas as variáveis que influenciam, tanto positivamente quanto negativamente, na formação da poupança de um país. Fatores como taxas de juros, fluxos de renda, demografia, o próprio crescimento econômico, restrições no sistema financeiro, o governo – com suas receitas e despesas, a seguridade social, a instabilidade macroeconômica, a distribuição de renda e também a poupança externa figuram como possíveis determinantes da poupança doméstica.

A direção causal entre a poupança e o agregado contábil que representa sua contrapartida, o investimento, pode variar conforme a escola de pensamento que analisa esta variável. O fato é que, seja ela determinada *ex-ante* ou *ex-post*, o que importa é que poupança (e o investimento) tem relevância para a dinâmica de uma economia.

No diagnóstico realizado por Rodrik *et. al.*, a falta de poupança é apontada como a principal causa de restrição ao crescimento brasileiro. Tanto estes autores como Bresser-Pereira e Gala defendem que a melhor maneira para o Brasil lograr altas taxas de crescimento é utilizar a poupança doméstica e não a poupança externa, diferentemente da proposição do Consenso de Washington. Como explicitado pelos autores, a utilização de poupança externa causa movimentos de valorização cambial, que acabam alterando a competitividade e a estrutura produtiva da economia, além de aumentar a vulnerabilidade do país a choques externos.

Sendo assim, após apresentar toda a discussão acerca dos principais trabalhos econométricos realizados para identificar as variáveis que determinam a formação da poupança privada e confrontar os resultados destes trabalhos – Edwards (1995) e Loayza *et al.* (2000) – com os dados para Brasil, Chile, China e Coréia do Sul, foi possível identificar as alternativas existentes para o Brasil buscar a elevação do seu nível de poupança doméstica.

O primeiro caminho para atingir tal objetivo é aumentar a poupança do governo, preferencialmente via redução dos gastos públicos. Atualmente, a poupança do governo no Brasil contribui negativamente para a formação da

poupança doméstica, diferentemente do que é observado nos casos de Chile e Coréia do Sul. As duas principais causas para este fato, como também conclui Hausmann (2008) é o alto peso que o generoso sistema de seguridade social e o pagamento de juros da dívida pública têm sobre o orçamento do governo brasileiro. Portanto, reformas fiscais e previdenciárias são importantes meios para se aumentar a poupança doméstica do país. É verdade que o aumento da poupança do governo causa um efeito *crowding-out* parcial no curto prazo, e muito perto de total no longo prazo, segundo os estudos apresentados no trabalho. Todavia, uma vez diminuído o déficit do setor público, o banco central terá espaço para realizar cortes na taxa básica de juros do país.

Outro caminho importante para aumentar a poupança doméstica é melhorar a eficiência da intermediação financeira no Brasil. Como dito no diagnóstico realizado por Hausmann (2008) e através da comparação dos dados do Brasil e dos demais países, as taxas de juros brasileiras são as mais altas do mundo e acabam impedindo a eficiência do sistema financeiro na canalização de recursos da poupança para os investimentos. Conforme sugere Hausmann, é necessário criar um ambiente que proporcione ao banco central condições para reduzir as taxas de juros do Brasil e os custos associados à concessão de empréstimos. A exigência de altos depósitos bancários como reserva é um exemplo destes altos custos. A diminuição da taxa de juros possibilitará a diminuição do *spread* bancário e o aumento das fontes de empréstimos aos investimentos privados, além de diminuir o peso no déficit público do país. Adicionalmente à diminuição das taxas de juros, é importante também que o país diminua os impostos que incidem sobre os investimentos e sobre a formação de poupança privada. A existência de incentivos ao desenvolvimento do sistema financeiro, com a redução dos custos que os impostos representam, é de extrema importância para o aumento do volume de fontes disponíveis para o financiamento de inversões que aumentem a capacidade produtiva e a oferta de bens e serviços do país.

É claro que nenhuma destas reformas é fácil de realizar. Contudo, caso o diagnóstico para o baixo crescimento brasileiro seja realmente a insuficiência de poupança, o que realmente parece fazer sentido para a realidade brasileira, alguma medida deverá ser tomada para que o Brasil aumente sua poupança. A opção de utilização de poupança externa já causou efeitos perversos para o Brasil, onde a história nos mostra que não seria prudente ao país se aventurar mais uma vez nesta

estratégia. O que resta é analisar a melhor maneira de se realizar as reformas necessárias para que o nível de poupança doméstica se torne suficiente para atender a demanda de investimentos do país, fazendo com que o Brasil consiga atingir um crescimento elevado e sustentado ao longo do tempo.

ANEXOS

Tabela 6 - Poupança Doméstica Bruta – % do PIB – 1976-2009

<u>Ano</u>	<u>Brasil</u>	<u>Chile</u>	<u>China</u>	<u>Coréia do Sul</u>	<u>Ano</u>	<u>Brasil</u>	<u>Chile</u>	<u>China</u>	<u>Coréia do Sul</u>
1976	20,72	20,023	28,27	24,657	1993	22,25	24,9	41,81	36,12
1977	21,4	15,545	28,87	27,851	1994	22,5	26,5	43,52	36,21
1978	21,78	17,687	37,34	29,345	1995	16,51	28,4	43,54	36,57
1979	20,71	18,226	35,48	29,037	1996	15,24	25,7	42,49	35,4
1980	21,09	16,864	34,83	23,91	1997	15,23	25,6	42,44	35,37
1981	22,71	12,361	33,83	24,174	1998	15,03	23,6	41,4	37,87
1982	20,43	9,397	35,88	26,15	1999	14,97	23,2	39,39	35,81
1983	19,1	12,546	35,32	27,893	2000	16,49	23,7	37,53	33,42
1984	21,36	12,568	34,91	30,001	2001	16,71	23,6	38,39	31,42
1985	24,35	19,628	34,27	30,557	2002	17,71	24,1	40,44	30,67
1986	21,56	21,944	35,88	34,182	2003	18,68	25,2	43,4	32,16
1987	25,57	25,077	37,11	37,371	2004	20,99	29,2	45,81	34,09
1988	27,91	29,685	36,58	38,52	2005	19,81	30,7	47,63	32,39
1989	30,37	30,007	35,84	35,989	2006	19,66	35,5	50,67	31,01
1990	21,4	28,619	39,13	36,438	2007	19,85	34,5	50,54	30,94
1991	20,53	27,007	39,18	37,076	2008	20,88	29	51,76	30,03
1992	21,42	25,775	38,65	36,133	2009	16,45	27,2	52,02	29,78

Fonte: Banco Mundial.

Tabela 7- Formação Bruta de Capital Fixo – % PIB – 1976-2009

<u>Ano</u>	<u>Brasil</u>	<u>Chile</u>	<u>China</u>	<u>Coréia do Sul</u>	<u>Ano</u>	<u>Brasil</u>	<u>Chile</u>	<u>China</u>	<u>Coréia do Sul</u>
1976	22,49	16,18	29,39	25,54	1993	19,28	25,95	37,67	36,34
1977	21,37	16,25	28,45	28,47	1994	20,75	24,38	35,92	36,42
1978	22,21	17,90	29,46	32,70	1995	18,32	25,14	34,35	37,31
1979	22,98	18,16	28,38	33,91	1996	16,87	26,38	33,79	37,49
1980	22,90	16,64	29,09	32,22	1997	17,37	27,11	32,88	35,62
1981	22,94	18,61	27,38	28,11	1998	16,97	26,13	33,85	30,35
1982	21,44	14,20	28,24	28,60	1999	15,66	20,84	34,04	29,73
1983	18,13	12,04	28,90	29,52	2000	16,80	20,73	34,11	29,96
1984	16,89	12,41	29,79	29,16	2001	17,03	21,72	34,43	28,78
1985	16,95	16,85	29,64	28,77	2002	16,39	21,32	36,26	28,60
1986	19,09	17,14	30,56	28,43	2003	15,28	20,15	39,38	29,34
1987	22,30	19,53	31,50	29,38	2004	16,10	19,29	40,73	29,20
1988	22,72	20,54	31,26	29,85	2005	15,94	21,16	40,14	28,86
1989	26,90	23,98	26,01	32,18	2006	16,43	19,44	40,66	28,68
1990	20,66	23,68	25,86	37,08	2007	17,44	19,78	39,11	28,53
1991	18,11	20,52	27,87	38,89	2008	19,11	24,46	40,79	29,30
1992	18,42	23,21	31,62	36,89	2009	16,95	21,76	45,57	29,26

Fonte: Banco Mundial

Tabela 8 - Taxa de juros real – 1995-2009

Ano	Brasil	Chile	China	Coréia do Sul
1995	-	7,01	-1,47	1,50
1996	-	14,25	3,42	3,54
1997	65,54	10,93	7,02	6,94
1998	78,79	17,90	7,31	8,94
1999	66,34	9,95	7,20	9,50
2000	47,71	9,83	3,71	3,36
2001	44,64	7,80	3,72	3,71
2002	47,33	3,45	4,70	3,43
2003	46,92	-0,05	2,63	2,58
2004	43,40	-2,19	-1,25	2,79
2005	44,93	-0,81	1,59	4,91
2006	42,07	-3,93	2,25	6,14
2007	35,75	3,05	-0,12	4,38
2008	35,93	12,99	-2,31	4,14
2009	36,80	4,26	5,94	2,21

Fonte: Banco Mundial.

Tabela 9- Crescimento da RNB per capita – 1976-2009

Ano	Brasil	Chile	China	Coréia do Sul	Ano	Brasil	Chile	China	Coréia do Sul
1976	7,41	1,34	-	8,53	1993	3,62	4,30	13,09	5,23
1977	2,33	0,85	-	8,27	1994	2,96	5,01	11,71	7,63
1978	1,53	12,54	-	7,23	1995	2,62	8,13	11,30	7,73
1979	4,61	7,33	6,42	5,58	1996	0,61	5,15	8,68	6,03
1980	7,19	7,00	6,33	-2,10	1997	2,23	4,98	7,87	3,85
1981	-5,82	4,29	3,87	5,28	1998	-1,16	1,08	7,29	-6,38
1982	-0,79	-9,06	7,26	5,60	1999	-0,26	-1,39	6,68	8,10
1983	-4,88	-4,60	8,98	8,78	2000	2,39	4,00	7,06	6,82
1984	2,94	7,56	13,60	7,06	2001	0,59	1,93	7,76	2,91
1985	5,26	7,10	12,30	6,03	2002	1,32	1,62	7,90	6,23
1986	4,87	2,35	7,49	9,39	2003	-0,42	4,65	8,73	2,27
1987	0,91	2,65	9,90	9,13	2004	4,21	7,61	9,14	4,01
1988	-1,70	5,50	9,49	8,85	2005	1,83	5,48	9,95	4,15
1989	0,66	7,55	2,40	5,18	2006	2,49	8,71	11,98	4,58
1990	-6,55	0,39	2,05	7,74	2007	4,64	2,47	13,42	4,73
1991	-0,57	5,83	7,80	8,48	2008	4,54	-2,02	9,10	1,45
1992	-2,36	9,08	12,99	4,93	2009	-1,88	-3,19	8,44	0,31

Fonte: Banco Mundial.

Tabela 10 - RNB per capita em US\$ de 2000 – 1976-2009

<u>Ano</u>	<u>Brasil</u>	<u>Chile</u>	<u>China</u>	<u>Coréia do Sul</u>	<u>Ano</u>	<u>Brasil</u>	<u>Chile</u>	<u>China</u>	<u>Coréia do Sul</u>
1976	2966	1844	-	2815	1993	3276	3610	525	8180
1977	3035	1860	-	3048	1994	3373	3791	586	8804
1978	3082	2093	161	3269	1995	3461	4100	653	9485
1979	3224	2247	171	3451	1996	3482	4311	709	10056
1980	3455	2404	182	3379	1997	3560	4525	765	10443
1981	3254	2507	189	3557	1998	3519	4574	821	9776
1982	3229	2280	203	3756	1999	3510	4510	876	10568
1983	3071	2175	221	4086	2000	3593	4691	938	11289
1984	3161	2339	251	4374	2001	3614	4782	1010	11617
1985	3328	2506	282	4638	2002	3662	4859	1090	12341
1986	3490	2564	303	5074	2003	3647	5085	1185	12621
1987	3521	2632	333	5537	2004	3800	5472	1294	13127
1988	3462	2777	365	6026	2005	3870	5772	1422	13672
1989	3484	2987	373	6339	2006	3966	6275	1593	14298
1990	3256	2998	381	6829	2007	4150	6429	1806	14974
1991	3238	3173	411	7408	2008	4338	6300	1971	15190
1992	3161	3461	464	7774	2009	4257	6099	2137	15237

Fonte: Banco Mundial.

Tabela 11 - Taxa de urbanização – 1976-2009

<u>Ano</u>	<u>Brasil</u>	<u>Chile</u>	<u>China</u>	<u>Coréia do Sul</u>	<u>Ano</u>	<u>Brasil</u>	<u>Chile</u>	<u>China</u>	<u>Coréia do Sul</u>
1976	62,84	78,96	17,84	49,74	1993	76,60	83,96	29,80	76,44
1977	63,98	79,52	18,28	51,48	1994	77,20	84,18	30,60	77,32
1978	65,12	80,08	18,72	53,22	1995	77,80	84,40	31,40	78,20
1979	66,26	80,64	19,16	54,96	1996	78,48	84,70	32,28	78,48
1980	67,40	81,20	19,60	56,70	1997	79,16	85,00	33,16	78,76
1981	68,18	81,48	20,28	58,34	1998	79,84	85,30	34,04	79,04
1982	68,96	81,76	20,96	59,98	1999	80,52	85,60	34,92	79,32
1983	69,74	82,04	21,64	61,62	2000	81,20	85,90	35,80	79,60
1984	70,52	82,32	22,32	63,26	2001	81,80	86,24	36,72	79,84
1985	71,30	82,60	23,00	64,90	2002	82,40	86,58	37,64	80,08
1986	72,00	82,74	23,88	66,68	2003	83,00	86,92	38,56	80,32
1987	72,70	82,88	24,76	68,46	2004	83,60	87,26	39,48	80,56
1988	73,40	83,02	25,64	70,24	2005	84,20	87,60	40,40	80,80
1989	74,10	83,16	26,52	72,02	2006	84,66	87,88	41,30	81,02
1990	74,80	83,30	27,40	73,80	2007	85,12	88,16	42,20	81,24
1991	75,40	83,52	28,20	74,68	2008	85,58	88,44	43,10	81,46
1992	76,00	83,74	29,00	75,56	2009	86,04	88,72	44,00	81,68

Fonte: Banco Mundial.

Tabela 12 - Coeficiente de dependência – % PIA – 1976-2009

<u>Ano</u>	<u>Brasil</u>	<u>Chile</u>	<u>China</u>	<u>Coréia do Sul</u>	<u>Ano</u>	<u>Brasil</u>	<u>Chile</u>	<u>China</u>	<u>Coréia do Sul</u>
1976	77,27	71,3	76,02	69,02	1993	62,27	56,9	50,93	41,56
1977	75,88	69	74,58	66,79	1994	61,03	57	50,9	41,04
1978	74,56	66,7	72,8	64,67	1995	59,78	56,9	50,77	40,6
1979	73,38	64,7	70,75	62,65	1996	58,52	56,6	50,54	40,22
1980	72,41	62,9	68,52	60,73	1997	57,25	56,2	50,2	39,92
1981	71,64	61,5	66,12	58,96	1998	56,05	55,5	49,72	39,68
1982	71,04	60,4	63,63	57,32	1999	54,96	54,8	49,03	39,53
1983	70,52	59,5	61,19	55,74	2000	54,02	54	48,12	39,47
1984	70,02	58,7	58,94	54,12	2001	53,25	53,1	46,98	39,49
1985	69,46	58,1	56,99	52,43	2002	52,62	52,1	45,65	39,58
1986	68,84	57,5	55,33	50,64	2003	52,07	51,1	44,24	39,69
1987	68,18	57,1	53,95	48,8	2004	51,55	50,1	42,89	39,72
1988	67,43	56,7	52,85	47,02	2005	51,01	49,2	41,71	39,64
1989	66,59	56,5	52,01	45,43	2006	50,44	48,3	40,72	39,42
1990	65,65	56,4	51,42	44,1	2007	49,85	47,5	39,9	39,09
1991	64,6	56,5	51,08	43,04	2008	49,26	46,8	39,23	38,72
1992	63,47	56,7	50,95	42,21	2009	48,65	46,2	38,67	38,36

Fonte: Banco Mundial.

Tabela 13 - Dinheiro e quase-dinheiro (M2) – % do PIB – 1976-2009

<u>Ano</u>	<u>Brasil</u>	<u>Chile</u>	<u>China</u>	<u>Coréia do Sul</u>	<u>Ano</u>	<u>Brasil</u>	<u>Chile</u>	<u>China</u>	<u>Coréia do Sul</u>
1976	21,49	12,36		25,71	1993	48,21	35,13	81,88	35,86
1977	21,34	13,90		27,45	1994	24,62	34,31	80,43	36,07
1978	22,11	15,97	23,98	27,89	1995	27,48	33,24	83,04	36,00
1979	21,85	18,78	27,29	28,06	1996	31,36	36,75	90,65	37,03
1980	18,49	22,91	32,99	28,90	1997	34,72	40,49	101,80	38,87
1981	18,53	26,81	37,30	28,97	1998	38,10	45,52	112,82	47,72
1982	18,97	34,07	39,86	31,92	1999	40,37	50,66	121,44	55,51
1983	20,75	32,21	41,75	32,67	2000	43,37	51,43	124,06	61,53
1984	20,89	32,92	43,78	31,71	2001	45,88	70,67	127,54	67,59
1985	21,26	33,86	46,99	31,69	2002	45,26	88,40	135,70	68,45
1986	16,03	35,69	54,61	31,80	2003	45,41	82,23	142,83	69,90
1987	11,87	34,22	59,32	32,18	2004	47,06	75,41	141,81	66,73
1988	38,71	33,89	58,37	32,54	2005	50,20	72,88	142,06	64,54
1989	58,44	35,25	61,78	34,76	2006	54,07	71,58	145,30	63,75
1990	17,25	35,34	69,84	34,11	2007	57,04	77,61	140,90	60,80
1991	20,43	33,62	76,40	33,73	2008	59,17	85,49	139,89	62,46
1992	32,11	33,54	79,72	34,95	2009	65,81	89,43	159,19	68,58

Fonte: Banco Mundial.

Tabela 14 - Crédito doméstico ao setor privado – % do PIB – 1976-2009

<u>Ano</u>	<u>Brasil</u>	<u>Chile</u>	<u>China</u>	<u>Coréia do Sul</u>	<u>Ano</u>	<u>Brasil</u>	<u>Chile</u>	<u>China</u>	<u>Coréia do Sul</u>
1976	54,64	16,105		31,13	1993	134,1	49,2	97,83	52,87
1977	54,45	20,017	51,95	30,497	1994	69,52	48,1	86,67	54,02
1978	50,29	28,948	50,75	33,367	1995	43,52	49,7	84,96	53,26
1979	50,19	36,251	50,2	36,196	1996	41,3	54,1	90,26	56,76
1980	42,48	46,853	53,11	41,362	1997	41,42	67,2	97,63	62,54
1981	43,75	53,152	56,52	41,622	1998	30,23	66,9	106,2	68,56
1982	43,97	84,091	57,34	45,472	1999	30,46	70,3	111,5	74,67
1983	47,09	75,299	57,54	45,391	2000	31,66	73,6	112,3	77,5
1984	45,41	82,398	61,31	45,247	2001	30,38	76,2	111,3	81,55
1985	41,85	69,324	66,8	48,046	2002	30,65	77,7	118,9	88,26
1986*	41,85	62,699	76,72	47,409	2003	28,65	78,4	127,2	90,13
1987*	41,85	57,409	78,79	48,428	2004	28,95	79,5	120,1	84,73
1988	98,35	52,629	74,66	46,738	2005	31,37	80,3	113,3	87
1989	127,7	48,865	77,98	52,11	2006	40,34	81,9	110,7	95,01
1990	42,08	45,306	87,15	54,545	2007	47,85	88,3	107,5	99,52
1991	45,16	42,643	89,27	54,034	2008	53,1	97	103,7	108,7
1992	84,47	45,206	87,24	52,718	2009	54,04	98,9	127,2	107,2

Fonte: Banco Mundial.

Tabela 15 - Receitas menos despesas públicas – % do PIB – 2000-2009

<u>Ano</u>	<u>Brasil</u>	<u>Chile</u>	<u>China</u>	<u>Coréia do Sul</u>
2000	-1,84	0,67	-	5,70
2001	-2,09	0,81	-	4,05
2002	-1,18	0,09	-	4,76
2003	-4,03	0,69	-2,06	3,04
2004	-1,35	3,14	-1,69	2,33
2005	-2,98	5,64	-1,66	2,07
2006	-2,16	8,78	-	2,15
2007	-1,05	10,2	-	4,07
2008	-0,28	6,25	-	3,43
2009	-2,47	-2,58	-	1,20

Fonte: Banco Mundial.

Tabela 16 - Balanço das transações correntes – % do PIB – 1976-2009

<u>Ano</u>	<u>Brasil</u>	<u>Chile</u>	<u>China</u>	<u>Coréia do Sul</u>	<u>Ano</u>	<u>Brasil</u>	<u>Chile</u>	<u>China</u>	<u>Coréia do Sul</u>
1976	-4,27	1,50		-1,05	1993	0,00	-5,35	-2,64	0,82
1977	-2,87	-4,12		0,03	1994	-0,21	-2,88	1,24	-0,83
1978	-3,48	-7,07		-2,12	1995	-2,36	-1,89	0,22	-1,55
1979	-4,67	-5,74		-6,33	1996	-2,77	-4,07	0,85	-4,12
1980	-5,46	-7,15		-7,94	1997	-3,50	-4,42	3,88	-1,58
1981	-4,46	-14,50		-5,50	1998	-4,01	-4,94	3,09	12,35
1982	-5,79	-9,47	2,79	-2,80	1999	-4,33	0,14	1,95	5,50
1983	-3,36	-5,65	1,86	-1,69	2000	-3,76	-1,19	1,71	2,78
1984	0,02	-10,98	0,79	-0,41	2001	-4,19	-1,60	1,31	1,67
1985	-0,13	-8,57	-3,72	-1,57	2002	-1,51	-0,86	2,44	1,31
1986	-1,98	-6,72	-2,36	4,04	2003	0,76	-1,05	2,80	2,42
1987	-0,49	-3,52	0,11	7,70	2004	1,77	2,17	3,55	4,48
1988	1,26	-0,94	-1,23	7,92	2005	1,59	1,23	5,94	2,20
1989	0,24	-2,43	-1,26	2,29	2006	1,25	4,87	8,58	1,48
1990	-0,83	-1,54	3,36	-0,53	2007	0,11	4,54	10,13	2,07
1991	-0,36	-0,27	3,50	-2,44	2008	-1,71	-1,94	9,12	0,34
1992	1,56	-2,15	1,51	-0,68	2009	-1,52	1,60	5,23	3,93

Fonte: Banco Mundial.

Tabela 15 - Receitas menos despesas públicas – % do PIB – 2000-2009

<u>Ano</u>	<u>Brasil</u>	<u>Chile</u>	<u>China</u>	<u>Coréia do Sul</u>
2000	-2,88	0,81		0,87
2001	-1,00	0,00		0,00
2002	-4,00	0,00	-0,00	0,00
2003	-2,70	0,00	0,00	0,00
2004	-2,30	0,00	0,00	0,00
2005	-2,30	0,00	0,00	0,00
2006	-2,30	0,00	0,00	0,00
2007	-1,00	0,00	0,00	0,00
2008	-2,30	0,00	0,00	0,00
2009	-2,30	0,00	0,00	0,00

Fonte: Banco Mundial.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALÉM, A. C.; GIAMBIAGI, F. **Aumento do Investimento: o desafio de elevar a poupança privada no Brasil.** Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/revista/rev801.pdf>. Acesso em: 20/07/2011.

ALMEIDA, L. P. DE. **A relação entre as taxas de poupança: evidências empíricas para o Brasil.** Dissertação de mestrado, São Paulo, 2004. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12138/tde-20082004-180045/publico/Dissertacao.pdf>>. Acesso em: 20/07/2011.

BACEN – Banco Central Do Brasil. <<http://www.bc.gov.br>> Acesso: 20/07/2011.

BRESSER-PEREIRA, L. C (2006). **Substituição de poupança interna pela externa e seu inverso: o caso do Brasil.** Disponível em: <<http://www.bresserpereira.org.br/papers/2006/06.11.Substitui%C3%A7%C3%A3odaPoupan%C3%A7a.7.1.p.pdf>>. Acesso em: 20/07/2011.

BRESSER-PEREIRA, L.C.; GALA, P. (2005). **Crítica do crescimento com poupança externa.** Disponível em: <<http://www.bresserpereira.org.br/papers/2005/05.7.CriticaCrescPoupancaWEB.pdf>>. Acesso em: 20/07/2011.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. **Crescimento Econômico com Poupança Externa?** Revista de Economia Política, vol. 23, nº 2 (90), abril-junho/2003. Disponível em: <<http://www.rep.org.br/pdf/90-1.pdf>>. Acesso em: 20/07/2011.

BRESSER-PEREIRA, L. C. **O salto da poupança interna.** Jornal Folha de São Paulo, 11/10/2004. Disponível em: <http://www.bresserpereira.org.br/Articles/2004/04.10.11.O_salto_da_poupanca_interna.pdf>. Acesso em: 20/07/2011.

BRESSER-PEREIRA, L. C. **Poupança externa não fará o país crescer.** Jornal O Estado de São Paulo, 25/12/2007. Disponível em: <http://www.bresserpereira.org.br/Articles/2007/07.12.25.Poupanca_externa_ao_far_a_o_pais_crescer.pdf>. Acesso em: 20/07/2011.

BRESSER-PEREIRA, L. C. **Poupança externa: endividar o país crescendo muito pouco.** Jornal Valor, 27/05/2008. Disponível em: <http://www.bresserpereira.org.br/Articles/2008/08.05.27.Poupanca_externa_endividar_o_pais_crescendo_muito_pouco.pdf>. Acesso em? 20/07/2011.

BRESSER-PEREIRA, L.C.; GALA, P. **Câmbio real e poupança interna.** Jornal Valor Econômico, 20/08/2008. Disponível em: <<http://www.bresserpereira.org.br/articles/08.08.Valor.pdf>>. Acesso em: 20/07/2011.

CÂNDIDO JUNIOR, J. O. (1998). **Poupança Doméstica no Brasil: evolução recente e perspectivas**. Disponível em: <http://www.ipea.gov.br/pub/td/td_589.pdf>. Acesso em: 20/07/2011.

CORBO, V.; SCHMIDT-HEBBEL, K. **Public policies saving in developing countries**. Journal of Development Economics, 36 (1991) 89-115, North-Holland. Disponível em: <<http://schmidt-hebbel.com/pdf/CSH91PP.pdf>>. Acesso em: 20/01/2011.

DAYAL-GULATI, A.; THIMANN, C. (1997). **Saving in Southeast Asian and Latin American Compared: Searching for Policy Lessons**. Disponível em: <<http://www.docstoc.com/docs/55427804/Saving-in-Southeast-Asia-and-Latin-America-Compared---Searching-for-Policy-Lessons-Free-Full-Text>>. Acesso em: 20/07/2011.

EASTERLY, W. **O espetáculo do crescimento**. Rio de Janeiro: Ediouro, 2004.

EDWARDS, S. **Why are savings rates so diferente across countries? An international comparative analysis**. NBER Working Paper #5097, April 1995. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w5097.pdf>>. Acesso em: 20/07/2011.

FERREIRA, P. C.; CARDOSO, R. F. (2009). **Desvalorização, Crescimento e a Relação entre Poupança Doméstica e Câmbio**. Disponível em: <http://www.propipi.uff.br/revistaeconomica/sites/default/files/V.11_N.1_DOSSIER_3_Pedro_Ferreira_Renato_Fragelli.pdf>. Acesso em: 20/07/2011.

FROYEN, R. T. **Macroeconomia**. São Paulo: Saraiva, 1999.

GIAMBIAGI, F (2002). **Restrições ao crescimento da economia brasileira: uma visão de longo prazo**. Disponível em: <http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/export/sites/default/bndes_pt/Galerias/Arquivos/conhecimento/td/td-94.pdf>. Acesso em: 20/07/2011.

GIAMBIAGI, F; MONTERO, F (2005). **O ajuste da poupança doméstica no Brasil – 1999-2004**. Disponível em: <<http://www.ppe.ipea.gov.br/index.php/ppe/article/viewFile/42/20>>. Acesso em: 20/07/2011.

HAUSMANN, R. **In search of the chains that hold Brazil back**. CID Working paper No. 180, September, 2008. Disponível em: <<http://www.hks.harvard.edu/fs/drodrik/Growth%20diagnostics%20papers/In%20search%20of%20the%20chains%20that%20hold%20Brazil%20back.pdf>>. Acesso em: 07/11/2011.

IPEA – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. <<http://www.ipea.gov.br>> Acesso em: 20/07/2011.

LOAYZA, N.; SCHMIDT-HEBBEL, K.; SERVÉN, L (2000). **Saving in Developing Countries: An Overview**. The World Bank Economic Review, vol. 14, nº 3: 393-414. Disponível em:

<http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/25779_Saving_around_the_world.pdf>. Acesso em: 20/07/2011.

LOAYZA, N.; SCHMIDT-HEBBEL, K.; SERVÉN, L (1999). **What drives private saving across the world?** Disponível em: <<http://www.bcentral.cl/eng/studies/working-papers/pdf/dtbc47.pdf>>. Acesso em: 20/07/2011.

MANKIW, G. N. **Macroeconomia**. 3ª edição. Rio de Janeiro: Ltc, 1998.

MARQUES, A. M.; FONCHEZATTO, A. (2007). **Taxa de juros e prêmio de risco: investigando a hipótese Bresser-Nakano para a economia brasileira, 1995-2005**. Revista Economia contemporânea, v.11, n.2, p. 351-375, maio/ago. 2007. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/rec/v11n2/a07v11n2.pdf>>. Acesso em: 20/07/2011.

MCCOMBIE, J. S. L; THIRLWALL, A. P. **Economic Growth and the Balance-of-Payments Constraint**. New York: St. Martin Press, 1994, p. 232-243.

MURADOGLU, G; TASKIN, F (1996). **Differences in household savings behavior: evidence from industrial and developing Countries**. Disponível em: <http://www.ide.go.jp/English/Publish/Periodicals/De/pdf/96_02_02.pdf>. Acesso em: 20/07/2011.

OREIRO, J. L. **Crescer com poupança interna**. Jornal Valor, 01/12/2010. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/aparte/pdfs/jose_luis_01_12.pdf>. Acesso em: 20/07/2011.

POSSAS, M. L. **Demanda efetiva, investimentos e dinâmica: a atualidade de Kalecki para a teoria macroeconômica**. Revista Economia contemporânea, Rio de Janeiro, 3(2): 17-46, jul/dez, 1999. Disponível em: <http://www.ie.ufrj.br/revista/pdfs/demanda_efetiva_investimento_e_dinamica_a_atualidade_de_kalecki.pdf>. Acesso em: 20/07/2011.

RODRIG, D.; HAUSMANN, R.; VELASCO, A.; **Growth Diagnostics**. March, 2005. Disponível em: <<http://www.hks.harvard.edu/fs/drodrik/Research%20papers/barcelonafinalmarch2005.pdf>>. Acesso em: 07/11/2011.

SCHMIDT-HEBBEL, K.; WEBB, S. B.; CORSETTI, G. **Household Saving in Developing Countries: First Cross-Country Evidence**. The World Bank Economic Review, vol. 6, nº 3: 529-527. Disponível em: <http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/1991/01/01/000009265_3960930135921/Rendered/PDF/multi0page.pdf>. Acesso em: 20/07/2011.

SUZUKI JÚNIOR, J. T. **Comércio exterior, poupança interna e crescimento**. Análise conjuntural, v. 30, n. 01-02, p.5-6, jan/fev. 2008. Disponível em: <http://www.ipardes.gov.br/webasis.docs/bol_30_1b.pdf>. Acesso em: 20/07/2011.

THIRLWALL, A. P. A natureza do crescimento econômico: um referencial alternativo para entender o desempenho das nações. Brasília: Ipea, 2005.

WORLD BANK DATA BASE. Disponível em: <<http://data.worldbank.org/>>. Acesso em: 20/07/2011.