

## O AJUSTE DA POUPANÇA DOMÉSTICA NO BRASIL — 1999-2004\*

Fabio Giambiagi

Do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, cedido ao Ipea

Fernando Montero

Da Corretora Convenção

Este artigo analisa a evolução das taxas de poupança e de formação de capital na economia brasileira no período 1999-2004, quando a poupança doméstica bruta aumentou de 15% do Produto Interno Bruto (PIB) para 23% do PIB e o Brasil sofreu um “sobreajustamento” externo. O artigo contesta o argumento de que há um esforço significativo ainda por fazer para que a economia possa atingir uma trajetória de crescimento sustentado. A reversão do balanço de pagamentos para níveis moderados de déficit em conta corrente, combinada com um ajuste relativamente modesto das contas públicas e com um pequeno aumento da poupança privada, pode elevar a formação bruta de capital fixo (FBKF) para 25% do PIB até 2010, ampliando as possibilidades de crescimento da economia. O desafio é como conseguir que esse potencial seja efetivamente viabilizado. O trabalho descreve os dados do aumento da poupança doméstica e decompõe as informações entre as fontes de poupança pública e privada, combinando informações pouco conhecidas das Contas Nacionais com a contabilidade fiscal do Banco Central (Bacen).

### 1 INTRODUÇÃO

Em 1987, escrevendo sobre uma realidade marcada pelos problemas que sucederam o surto de crescimento da economia brasileira no período 1984-1986, Carlos Von Doellinger e Regis Bonelli afirmavam que “a sustentação do crescimento da economia brasileira (...) requer a elevação da taxa de investimento (...) à medida que se esgotam as margens de capacidade ociosa existentes. Claramente, o crescimento [dos últimos anos] esteve baseado na crescente utilização da capacidade de produção preexistente (...). Adicionalmente, em decorrência da redução da poupança externa, os anos recentes testemunharam uma transferência líquida de poupança do setor privado para o financiamento do setor público” [Von Doellinger e Bonelli (1987, p. 59-60)]. Dificilmente se poderiam encontrar palavras mais precisas para descrever a realidade da economia brasileira no começo de 2005.

O presente artigo trata justamente do desafio de conseguir que o crescimento iniciado em 2004 seja duradouro e possa ser seguido de uma ou duas décadas de expansão a um ritmo sustentado de 4% a 5%, em vez de dar origem a mais um dos intermitentes ciclos de *stop and go* que caracterizaram o Brasil

\* Os autores agradecem a Paulo Levy pelos importantes comentários acerca de uma primeira versão do trabalho. Edward Amadeo teve uma contribuição relevante para a compreensão da dinâmica de algumas variáveis discutidas no artigo. Ricardo Ramos Zarur e Roberto Olinto, do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), nos ajudaram para o melhor entendimento das Contas Nacionais da administração pública. Um parecerista anônimo deu sugestões valiosas, muitas das quais foram aproveitadas no texto final. Os autores esclarecem, como é de praxe, que se responsabilizam integralmente pelo conteúdo do artigo.

nos últimos 25 anos. Um dos maiores entraves para a obtenção desse propósito é o baixo valor da formação bruta de capital fixo (FBKF) no Brasil. O país tem passado por inflexões importantes em algumas áreas, já registradas por diversos analistas, com destaque para: *a*) a mudança da situação fiscal, de um resultado primário nulo em 1998 para um superávit nessa rubrica da ordem de 4,5% do Produto Interno Bruto (PIB) em 2004; e *b*) o notável ajustamento externo, que fez a relação dívida externa líquida/exportações de bens cair de 3,9 em 1999 para apenas 1,5 em 2004. Encaminhada a solução dos problemas fiscal e externo, é natural que a literatura comece a registrar a análise dos desafios do crescimento, tema de diversos estudos recentes, baseados, em parte, na análise das causas da piora da *performance* da economia depois de 1980.<sup>1</sup>

Por ser um fenômeno recente, pouca ou nenhuma atenção tem sido dada à dimensão de um terceiro ajustamento pelo qual passou o Brasil desde 1999 e, em particular, com especial intensidade, no período 2002-2004: o expressivo aumento da poupança doméstica bruta, de 8 pontos percentuais (p.p.) do PIB entre 1999 e 2004, dos quais 7 p.p. entre 2001 e 2004. Evidentemente, isso é, em parte, o reverso do já citado ajustamento externo, o qual, correspondendo a uma redução da poupança externa, pode decorrer não de uma ampliação da poupança doméstica, mas de uma deterioração da formação de capital, abrindo espaço para a geração de saldos exportáveis na composição da demanda agregada. Entre 1982 e 1984, por exemplo, o saldo em transações reais com o exterior melhorou quase 7 p.p. do PIB, dos quais 5 p.p. foram a contrapartida da redução da formação bruta de capital total (FBKT) em um contexto bastante conturbado, com recessão e a crise do final do governo militar.<sup>2</sup> Já no caso atual, há vários elementos que nos permitem supor que está em curso um processo de ajustamento bastante diferente, como iremos argumentar ao longo do texto.

Este artigo apresenta uma descrição do processo de aumento da poupança doméstica entre 1999 e 2004; procura, com todas as dificuldades estatísticas a isso associadas, entender quais possam ter sido as causas desse processo e discutir as possíveis tendências futuras das principais variáveis em questão e que papel deveriam desempenhar as políticas governamentais para dar continuidade a esse fenômeno, nos próximos anos.

O trabalho não desenvolve um modelo específico para analisar o potencial de crescimento da economia, nem reflete um esforço de pesquisa baseado, por exemplo, na utilização de microdados desconhecidos por parte do grande público.

1. Ver, por exemplo, em ordem de aparecimento cronológico dos trabalhos, Teixeira da Silva (2001); Pessoa, Gomes e Veloso (2003); Castelar (2004); e Bacha e Bonelli (2004).

2. O conceito de FBKT é igual ao da FBKF acrescida da variação de estoques.

O propósito é apresentar, de forma organizada, um conjunto de dados tendentes a mostrar, basicamente, que: *a)* nos últimos cinco anos, a poupança doméstica no Brasil deu um salto; e *b)* se isso for confirmado e não for revertido nos próximos anos, o país terá plenas condições de alcançar até o final da década uma FBKF que possibilite um horizonte de expansão a taxas superiores às da média dos últimos 20 anos.<sup>3</sup>

Escrever sobre um fenômeno no decorrer dos acontecimentos é sempre um desafio algo temerário, em face do risco de que o que é julgado como um ponto de inflexão se revele posteriormente como algo que não teve continuidade. Para citar novamente o caso do ajustamento brasileiro do começo dos anos 1980, alguns analistas interpretaram na época que ele implicava deixar para trás o problema externo, avaliação que foi desmentida depois pelos erros de política econômica na Nova República e pelo retorno a uma situação de moratória externa na segunda metade da década. Analogamente, é evidente que não há garantias de que a trajetória da recuperação da poupança doméstica observada nos últimos cinco anos terá continuidade nos anos vindouros. Entretanto, o simples fato de que isso não tenha sido objeto de atenção até agora, justifica, em nossa opinião, a realização do artigo. Há uma crença difusa de que o Brasil terá de passar ainda por um ajuste expressivo para poder atingir uma taxa de investimento que lhe permita crescer a taxas da ordem de 4% ou mais, enquanto a linha de argumentação principal que o texto irá desenvolver é que esse ajuste, em parte, já foi feito nos últimos anos. Se essa análise estiver correta, o Brasil poderá colher, com políticas econômicas adequadas, nos próximos anos, o esforço dos ajustamentos pelos quais tem passado desde 1999, da mesma forma que se beneficiou a partir do final dos anos 1960 das medidas de ajuste tomadas em meados daquela década.

O trabalho está dividido em 11 seções. Depois desta introdução, a Seção 2 faz uma resenha dos argumentos acerca da relação entre poupança, investimento e crescimento econômico. A Seção 3 apresenta alguns conceitos básicos a serem utilizados no restante do trabalho. A Seção 4 mostra os principais dados referentes à evolução da FBKF nos últimos anos, seguida, na Seção 5, por uma série de comentários que destacam o papel da mudança de preços relativos para a evolução da participação dos componentes da demanda agregada no PIB. A Seção 6 discute qual deveria ser a meta de investimento a médio prazo. As Seções 7 e 8 são, de certa forma, a razão de ser do artigo: a Seção 7 expõe a evolução dos componentes da poupança ao longo dos últimos anos, com destaque para o salto da poupança doméstica, cuja dinâmica se tenta

3. Há um certo paralelo entre esse tipo de raciocínio e a análise de Rodrik e Subramanian (2004) para o caso da Índia, com a óbvia diferença de que no artigo deles argumenta-se em favor da viabilidade de um crescimento anual de 7%, muito acima das possibilidades no caso brasileiro. Para algumas dessas questões, ver também Puchet e García Alvarez (2004).

compreender na Seção 8. A Seção 9 argumenta em favor da viabilidade de se atingir uma FBKF de 25% a 26% do PIB até o final da década. Posteriormente, na Seção 10, defendem-se algumas políticas para se atingir esse objetivo. Por último, na Seção 11, sintetizam-se as principais conclusões.

Cabe, por último, um esclarecimento. Nem todas as perguntas suscitadas pela leitura do artigo poderão ser respondidas de forma categórica. Algumas questões, como, por exemplo, a forma como o comportamento da poupança das famílias opera ao longo do ciclo econômico, quais os determinantes precisos da evolução da poupança privada no decorrer do período, qual o papel do crédito etc. geram como resposta apenas algumas interpretações. O entendimento dos autores é que, em que pese as lacunas que, somos conscientes, o texto ainda deixa sem preencher, o fenômeno do salto da poupança doméstica a partir de 1999 passou até agora praticamente sem ser notado nas análises feitas sobre a economia brasileira na década atual e justifica, por si só, um artigo como este, que deve ser interpretado como um esforço inicial de reflexão sobre o tema e visa chamar a atenção para a magnitude do fato. A partir de então, esperamos que novos esforços de pesquisa sejam feitos, com vistas a um aprofundamento do estudo do fenômeno e a uma melhor compreensão da natureza das questões envolvidas. Nesse caminho, este texto tem a pretensão de ser apenas um primeiro passo.<sup>4</sup>

## 2 O DEBATE SOBRE A POUPANÇA E O CRESCIMENTO<sup>5</sup>

A literatura sobre crescimento econômico aponta para duas grandes razões pelas quais alguns países crescem mais do que outros. A primeira é representada pelos aumentos da produtividade e a segunda pela acumulação de capital. Como frisam Hall e Jones (1999), a renda *per capita* dos países aumenta porque eles utilizam os mesmos insumos de forma mais eficiente e/ou porque investem mais.<sup>6</sup> Casos como o dos Estados Unidos nos anos dourados da década de 1990, são um exemplo dos benefícios dos saltos de produtividade. Por outro lado, o *boom* de muitos países asiáticos nas últimas décadas esteve associado, basicamente, à intensidade da acumulação de capital verificada nessas economias [Young (1995)].

4. Cabe lembrar também que, em face do tamanho do texto, um aprofundamento maior das várias questões por ele suscitadas e não plenamente respondidas tornaria o trabalho maior ainda. Faz mais sentido, nos parece, começar por uma pesquisa como esta, que procura analisar os traços gerais do aumento da poupança doméstica, para, em trabalhos posteriores analisar questões mais específicas, como as listadas acima no parágrafo.

5. Nesta seção, especificamente, não há distinção entre a FBKF e FBKT, ignorando-se a variação de estoques e tratando-se o investimento como sinônimo, genericamente, de formação de capital. A diferença entre aqueles dois conceitos será retomada posteriormente, ao ser introduzido o termo referente à variação de estoques nas equações utilizadas.

6. Adicionalmente, uma extensa linha de trabalhos analisa os vínculos entre a própria acumulação de capital e a dinâmica da produtividade, mostrando as relações existentes entre investimento e crescimento e argumentando acerca das relações de causalidade. Ver, por exemplo, De Long e Summers (1991).

A contabilidade do crescimento, que visa computar empiricamente a decomposição dos fatores explicativos do dinamismo das economias, como em Mankiw, Romer e Weil (1992), foi adotada com resultados diversos no Brasil por, entre outros, Pessoa, Gomes e Veloso (2003), Castelar (2004) e Bacha e Bonelli (2004). De um modo geral, vários trabalhos, na literatura internacional e no Brasil, apontam para a importância da evolução da produtividade total dos fatores (PTF) como um determinante importante do crescimento.

As razões para a diversidade da evolução da produtividade entre os diferentes países têm sido motivo de numerosos trabalhos ao longo das décadas. Essa questão é algo que foge ao escopo do presente trabalho, embora caiba registrar que uma parte importante dessa literatura destaca a importância do que Hall e Jones (1999) denominam “infra-estrutura social”, compreendendo uma vasta gama de instituições que favorecem em maior ou menor medida a criação de condições favoráveis ao investimento e ao crescimento, tais como uma legislação adequada, uma burocracia pública eficiente, a exposição do país à concorrência externa etc.

Nossa visão é que essas questões são importantes para o crescimento, o que ficará claro nas reflexões finais do texto. Entretanto, o foco do artigo é a análise de outro tipo de restrição que afeta o crescimento além das limitações da produtividade, ou seja, a escassez de capital, associada a uma insuficiência de poupança. Não iremos tratar aqui de como a economia brasileira pode ser mais eficiente e sim discutir quais as condições, do ponto de vista dos requerimentos de financiamento macroeconômico, para que a poupança agregada e o investimento da economia venham a aumentar nos próximos anos. Evidentemente, se além de ocorrer uma acumulação maior de capitais, houver um aumento mais acelerado da produtividade, o crescimento poderá ser mais robusto do que se apenas for intensificado o ritmo dos investimentos.

O tema da poupança associada ao investimento está sujeito a três tipos de controvérsia, em relação às quais a literatura econômica não chega a ser plenamente conclusiva:

- qual é a relação de causalidade entre a poupança e o crescimento econômico;
- quais os determinantes da poupança; e
- como a poupança do governo afeta a poupança total.

No que diz respeito à primeira questão, há uma extensa série de trabalhos que poderíamos denominar “clássicos”, na linha dos modelos à Harrod-Domar (HD). Esses modelos são parte da literatura tradicional sobre crescimento econômico, assim como a família de artigos — com outra vertente explicativa,

associada à dinâmica da produtividade — que representam desdobramentos do trabalho pioneiro de Solow (1956). Enquanto este enfatizava a importância do progresso técnico, com a possibilidade de mudanças da produtividade do capital, os textos que seguem a tradição de HD — e adotam uma relação capital/produto dada — sugerem haver uma relação de causalidade entre a poupança e o crescimento econômico. A explicação, razoavelmente intuitiva, é que o PIB está condicionado pelo produto potencial, que depende do investimento, e, para que este se realize, deve ser financiado por um fluxo equivalente de poupança, seja doméstica ou externa.<sup>7</sup>

Em contraposição a esses trabalhos, uma linha de pesquisa alternativa tem defendido a tese da endogeneidade da poupança, que viria, de certa forma, a reboque do processo de expansão da economia. Essa argumentação também tem o seu apelo, associado à existência de uma propensão a consumir decrescente em função da renda individual. Isto posto, o crescimento, ao fazer com que as pessoas migrem de uma faixa de renda para faixas superiores, promoveria uma ampliação da propensão média a poupar da sociedade, facilitando a obtenção de maiores taxas de investimento, gerando uma espécie de “círculo virtuoso” de crescimento, ampliação da poupança e conseqüente reforço da tendência expansionista do nível de atividade. Uma discussão mais exaustiva desse ponto requer o uso de testes de causalidade de Granger, para avaliar o sentido da determinação entre uma variável e outra — poupança e crescimento. Nas palavras de Carroll e Weil (1993, p. 23, grifos nossos), “a literatura recente sobre crescimento econômico tem explicado tipicamente a correlação positiva entre poupança e crescimento como o resultado de uma poupança elevada que produz um crescimento elevado através da acumulação de capital. Nossos resultados empíricos, entretanto, sugerem que o aumento da taxa de crescimento *precede* o aumento da poupança”. Hausmann, Gavin e Talvi (1997) chegam à mesma conclusão, ao afirmar que “o aumento da taxa de crescimento precede o aumento da taxa de poupança, e não o contrário. Só depois de um período sustentado de crescimento elevado, as taxas de poupança aumentam, o que pode ocorrer com uma defasagem de tempo que pode ser significativa”. Baseado no caso indiano, Mühleisen (1997) tem a mesma opinião, após o teste de causalidade de Granger rejeitar a hipótese de que a taxa de poupança explica satisfatoriamente o desempenho futuro do produto. Entre os críticos da idéia de que haveria um “déficit de financiamento” (*financing gap*) do investimento, não se pode deixar de citar William Easterly. Este, questionando a existência até mesmo de uma relação direta entre as variáveis aqui discutidas, após plotar em um gráfico uma vasta gama de observações de diversos países, sem obter uma correlação clara entre as

7. Sobre essa discussão, ver Attanasio, Picci e Scourcu (2000).

variáveis, titula causticamente o gráfico correspondente da seguinte forma: “This may not be the strongest statistical relationship of all time” [Easterly (1997, p. 19)].

Uma vertente intermediária, baseada em trabalhos recentes, é que a causalidade se verificaria em ambas as direções, sendo a poupança uma das causas do crescimento, mas entendendo-se que este também favorece a expansão daquela [Schmidt-Hebbel, Servén e Solimano (1995) e Corbo (1995)]. Nas palavras de Edwards (1995, p. 17), ainda que em alguns casos a poupança tenha induzido o crescimento, em outros “(...) a influência positiva do crescimento na poupança tem desempenhado um papel central nas análises recentes das experiências bem-sucedidas do Leste asiático. De acordo com o Banco Mundial, por exemplo, nesses países tem se verificado um círculo virtuoso indo do alto crescimento para uma poupança elevada e desta para um crescimento ainda maior”.

O segundo tema de controvérsia diz respeito aos determinantes da poupança, tema sobre o qual os economistas ainda não chegaram a um consenso. O mesmo Edwards, que faz um *survey* desses trabalhos, afirma que “essa literatura foi de alguma forma fragmentada; estudos individuais tenderam a focalizar um ou no máximo dois aspectos do problema. Devido aos seus diversos ângulos de política e à sua vasta complexidade teórica, não há um único modelo em condições de lidar com todas as dimensões do tema da poupança” [Edwards (1995, p. 11)]. O próprio Edwards, no mesmo trabalho, procura avaliar quais seriam os determinantes da poupança privada na América Latina e chega à conclusão de que ela seria fruto da influência das seguintes variáveis, testadas com coeficientes significativos:

- Coeficiente de dependência, correspondente à relação entre os indivíduos com menos de 15 anos, somados aos que têm mais de 65, em relação à População em Idade Ativa (PIA). Quanto maior esse coeficiente, menor tende a ser a taxa de poupança da população, o que é um resultado esperado à luz da teoria do ciclo de vida [ver Modigliani (1980)].
- Coeficiente de urbanização. Também nesse caso a relação é negativa, revelando que quanto maior o grau de urbanização, menor tende a ser o coeficiente de poupança privada. A explicação para isso pode ser encontrada em modelos ligados a causas precaucionais, de modo que sendo a poupança associada à menor precaução nas cidades, com a maior urbanização diminuiria a necessidade de poupança média da sociedade.<sup>8</sup>
- Despesas da seguridade social no total das despesas públicas, também com sinal negativo: a lógica aqui é que quanto maiores forem essas despesas,

8. Isso estaria associado à elevada incerteza do retorno das atividades rurais, em função do risco de perda completa da produção derivado de causas climáticas e da maior flutuação dos preços.

maior é a expectativa dos indivíduos de receberem benefícios sociais garantidos na fase inativa e menor então a sua propensão a poupar.

- Poupança do governo, igualmente com uma correlação negativa. Essa correlação pode ser explicada pelo fato de incrementos da poupança pública estarem muitas vezes associados a aumentos de impostos, o que tende a uma contração, *caeteris paribus*, da renda disponível do setor privado.

- Crescimento econômico, com uma correlação significativa e positiva, implicando que maiores taxas de crescimento geram maiores taxas de poupança, conforme antes explicado.

- Aprofundamento financeiro, na forma dos coeficientes meios de pagamento/PIB e crédito/PIB, em ambos os casos com sinal positivo e significativo, sugerindo que quanto maior a sofisticação do sistema financeiro e a existência de um *constraint* ligado à necessidade de honrar as dívidas, maior tende a ser a poupança dos indivíduos.<sup>9</sup>

A teoria, a bem da verdade, tende a gerar resultados um tanto decepcionantes quanto às prescrições de política. Por um lado, porque diferentes testes podem levar a diferentes resultados acerca do grau explicativo das variáveis independentes na determinação da poupança privada. Por outro, porque, no caso dos testes mais conclusivos, muitas variáveis explicativas são independentes da ação dos *policy makers* — como no caso das variáveis demográficas — ou não geram uma prescrição clara de política — como, por exemplo, com a profundização financeira.<sup>10</sup>

Finalmente, o terceiro elemento sujeito a controvérsias é a influência precisa da poupança do governo na poupança doméstica total. É fora de questão que esta tende a ser positiva, mas o fundamental é avaliar o efeito negativo do aumento da poupança do governo na poupança privada, para poder aferir o efeito combinado na geração da poupança total, resultante de um aumento da poupança do governo simultaneamente a uma redução da poupança privada. No limite, se a correlação entre poupança do governo e poupança privada fosse estritamente de  $(-1)$ , o efeito daquela sobre a poupança total seria nulo. O fato de diversos estudos sugerirem que a correlação entre a poupança do governo e a poupança privada é negativa, mas inferior em módulo à unidade, permite

9. De um modo geral, esses resultados são similares aos de Loayza, Schmidt-Hebbel e Servén (2000a) em trabalho publicado mais recentemente.

10. No caso das primeiras, as autoridades podem fazer muito pouco para influenciar variáveis como o grau de urbanização ou a razão de dependência. Quanto a outras variáveis, como frisa Edwards (1995, p. 37), por exemplo, “um aumento do grau de profundização financeira tende a ter um efeito importante [para aumentar a poupança privada] (...). O que é menos claro é através de que mecanismos isso deveria acontecer”. Dayal-Gulati e Thimann (1997) dividem os fatores determinantes da poupança doméstica entre os que podem ser influenciados pelas autoridades — por exemplo, a partir da política fiscal — e os exógenos — como, por exemplo, a estrutura demográfica — não-passíveis de serem afetados pela política econômica.



inferir que a resultante é positiva, entretanto o fundamental é identificar o grau em que uma variação da poupança pública é contra-arrestada pela variação de sinal oposto da poupança privada. Corbo e Schmidt-Hebbel (1991) por exemplo, concluem que “para cada unidade de aumento permanente dos impostos, a poupança privada declina entre 23 e 26 centavos. Uma queda permanente do gasto de uma unidade, porém, reduz a poupança privada em 47 a 50 centavos, devido (...) aos efeitos combinados ricardianos de ‘*crowding-out*’ da poupança pública permanente sobre a poupança privada” [Corbo e Schmidt-Hebbel (1991, p. 107)].

Disso se pode deprender que, embora o impacto efetivo esteja sujeito a controvérsias acerca do valor do coeficiente de aumento da poupança pública em relação à total, “a poupança pública parece ser um dos mais diretos e efetivos instrumentos disponíveis para os ‘*policy-makers*’ procurarem aumentar a poupança doméstica” [Loayza, Schmidt-Hebbel e Servén (2000*b*, p. 403)].<sup>11</sup>

Do conjunto de elementos anteriormente apresentados e levando em conta a existência de diversas lacunas da literatura sobre o assunto, no restante do trabalho, ainda que reconhecendo as limitações expostas nesta seção e, em particular, sem incorporar à análise a dimensão associada ao potencial de aumentos da produtividade, iremos considerar que:

*a)* na presença de uma situação que se aproxima da plena ocupação de capacidade, o aumento do PIB, para dados níveis de eficiência da economia, está condicionado pelo aumento do produto potencial, que não poderá ocorrer sem um aumento da taxa de investimento;

*b)* sem entrar no mérito acerca da relação de causalidade entre as variáveis, os próximos anos deverão assistir a um aumento tanto da taxa de investimento como da poupança, para poder viabilizar uma expansão sustentada da economia da ordem de 4% a.a. ou mais;

*c)* há uma relação positiva entre o aumento da poupança pública e o incremento da poupança doméstica total;

*d)* a poupança pública depende, por definição, positivamente da receita e negativamente das despesas correntes do governo; e

*e)* a poupança privada depende de alguns fatores demográficos que estão fora da ação do governo, do crescimento econômico e das características dos sistemas previdenciários, no sentido de que estes sistemas muito generosos tendem a desestimular a poupança dos indivíduos.

11. Para o caso brasileiro, ver Reis *et alii* (1998), Paiva e Jahan (2003) e Amadeo e Montero (2004).

### 3 CONCEITOS BÁSICOS

Nesta seção, são apresentados alguns dos conceitos que serão adotados no restante do trabalho. O ponto de partida é a definição da renda disponível bruta (RDB) divulgada periodicamente nos indicadores das Contas Nacionais (CN) do IBGE, como sendo a diferença entre o PIB e a renda líquida enviada ao exterior (RLE):

$$RDB = PIB - RLE \quad (1)$$

Essa *RLE*, por sua vez, é composta pelo resultado líquido de: *a*) transferências correntes recebidas e enviadas ao resto do mundo; *b*) remuneração de empregados não-residentes recebida e enviada ao resto do mundo; e *c*) rendas de propriedade recebidas e enviadas ao resto do mundo. A poupança doméstica bruta é então considerada como sendo a diferença entre a *RDB* e o consumo total — do governo e das famílias — representado por *C*:

$$SD = RDB - C \quad (2)$$

Por sua vez, a definição do *PIB* é, como se sabe,

$$PIB = C + F + V + (X - M) \quad (3)$$

onde *F* é a FBKF do governo e do setor privado, *V* é a variação de estoques e *X* e *M* são as exportações e as importações, respectivamente, de bens e serviços não-fatores.

Adicionalmente, o déficit em conta corrente (DCC) do balanço de pagamentos (BP) é, também, por definição,

$$DCC = (M - X) + RLE \quad (4)$$

Sabe-se que a poupança externa (SE) é definida como sendo o resultado em conta corrente com sinal trocado, ou seja,

$$SE = DCC \quad (5)$$

Substituindo (3) em (1), tem-se que:

$$RDB = C + F + V + (X - M) - RLE \quad (6)$$

Realizando alguns algebrismos em (6) e dadas a identidade de (5) e as definições de (2) e (4), chega-se à FBKT, definida como sendo igual à poupança bruta total ( $S$ ):

$$\begin{aligned} FBKT = F + V = RDB - C + (M - X) + RLE = S = SD + SE = \\ = SD + DCC \end{aligned} \quad (7)$$

onde  $SD$  é a poupança doméstica bruta, que é igual à poupança do governo mais a poupança privada bruta ( $SP$ ).

$$SD = SG + SP \quad (8)$$

O valor de  $SD$  pode também ser obtido por (7), como

$$SD = S - SE \quad (9)$$

Finalmente, portanto, por (8), conhecida a  $SD$  por (9) e dado um valor de  $SG$ , obtém-se a  $SP$  como resíduo, a partir da poupança doméstica bruta, deduzida da poupança do governo:

$$SP = SD - SG \quad (10)$$

Conseqüentemente, as CNs fornecem os valores de  $F$  e  $V$ , que permitem chegar à poupança bruta total  $S$  em (7). A  $SE$  é obtida por (5), dado (4), e ela determina por resíduo o valor da  $SD$  em (9), que para um dado nível de  $SG$  permite chegar ao conceito de  $SP$  por (10).

Precisamos agora entender como se calcula  $SG$ , para poder calcular o resultado da equação (10). Para isso, define-se NFG como as necessidades de financiamento do governo no conceito operacional, ou seja, com a contabilização de juros reais — sem o componente de correção monetária implícita associado à inflação — e excluindo o resultado das empresas estatais das necessidades de financiamento do setor público (NFSP). Em outras palavras, NFG corresponde às necessidades operacionais de financiamento do governo consolidado, ou seja, as

do Governo Central mais as de estados e municípios (excluindo as respectivas empresas estatais estaduais e municipais).<sup>12</sup> Conceitualmente,  $NFG$  é dado por:

$$NFG = CG + JG + IG - R \quad (11)$$

onde  $CG$  e  $JG$  são as despesas de consumo do governo consolidado e os juros reais pagos por este;  $IG$  e  $R$  são, respectivamente, o investimento e a receita do governo consolidado, líquida de transferências. A definição de  $SG$  é

$$SG = R - (CG + JG) \quad (12)$$

Modificando (11), tem-se:

$$R - (CG + JG) = IG - NFG \quad (13)$$

Dada a definição de (12) e substituindo (12) em (13) no lado esquerdo da equação, chega-se então a:

$$SG = IG - NFG \quad (14)$$

As equações (12) e (14) deveriam ser equivalentes, no sentido de gerar o mesmo valor de  $SG$ . O problema, na prática, é que as variáveis das CNs do IBGE e dos resultados fiscais apurados pelo Bacen são independentes entre si, o que gera uma série de inconsistências.<sup>13</sup> Basicamente, a origem do problema

12. Um ponto importante a esclarecer é o conceito de resultado operacional considerado. O Banco Central (Bacen) computa dois critérios de juros no conceito operacional: "com" e "sem" efeitos da desvalorização cambial sobre a dívida interna indexada à taxa de câmbio. O primeiro conceito considera como despesa de juros a variação patrimonial *once and for all* do estoque da dívida interna associada a variações cambiais, enquanto o segundo expurga essa variação e capta apenas os efeitos permanentes de fluxo associados ao fato de os juros incidirem sobre um valor da dívida afetado pela taxa de câmbio. No trabalho, adota-se o conceito "sem câmbio", por duas razões. Primeiro, porque entendemos que o que é relevante para os temas tratados é entender como se comportam as variáveis de fluxo e não de estoque. E segundo, porque para sermos coerentes seria necessário considerar os efeitos do câmbio sobre o estoque da dívida externa pública, os quais o Bacen não considera para o cálculo dos juros reais. Um exemplo ajuda a entender esses detalhes. Suponha-se que a paridade inicial R\$/US\$ é de 1 para 1, com R\$ 100 de dívida interna atrelada ao câmbio e R\$ 100 de dívida externa pública, para juros de 1% ao mês (externos e internos) o que significa que a despesa de juros é de R\$ 2 por mês. Se a cotação cambial passa subitamente a ser de R\$/US\$ 2, no conceito "com" câmbio os juros naquele mês passam a ser de [R\$ 2 + R\$ 102 = R\$ 104], somando os juros de 1% sobre a dívida externa agora correspondente a R\$ 200, mais a variação patrimonial plena associada à correção cambial dos títulos da dívida interna, acrescida dos juros de 1% sobre o novo valor da dívida. Já no conceito "sem" câmbio, a despesa de juros é de 1% sobre o valor da dívida total de [R\$ 200 + R\$ 200], ou seja, R\$ 4. Salta aos olhos o tipo de distorção que pode resultar do uso do conceito "com" câmbio quando uma variável é passível de sofrer esse tipo de saltos, que refletem mudanças patrimoniais bruscas.

13. Para uma excelente e detalhada explicação da origem das diferenças entre o conceito de poupança pública do IBGE e a contabilidade fiscal do Bacen, ver Jaloretto (1997).

é que o Bacen apura os resultados dos fluxos fiscais com base na variação do estoque da dívida pública, gerando valores que não são consistentes com a diferença entre as receitas e as despesas do governo conforme apuradas pelas CNs do IBGE. Isto posto, optamos aqui por uma definição híbrida de *SG*, calculada não a partir das CNs como em (12), e sim a partir de (14) utilizando o dado de investimento *IG* das CNs e o dado das NFGs conforme a informação do Bacen.

Em resumo, embora possa parecer trivial, para evitar confusão no uso dos conceitos, optamos por definir de forma clara, nesta seção, as variáveis a serem utilizadas. Portanto, no restante do trabalho, sintetizando o que foi explicado:

- os conceitos de “poupança” e “poupança doméstica” utilizados são definidos em termos brutos e, portanto, incluem a variação de estoques;
- a poupança bruta, então, é igual à FBKT;
- a poupança externa é, por definição, igual ao déficit em conta corrente de (4) informado pelas CNs do IBGE;
- a poupança doméstica é obtida como resíduo, por (9), dadas a poupança total — igual à soma da FBKF com a variação de estoques — e a poupança externa de (4);<sup>14</sup>
- a poupança do governo pode ser obtida indiretamente em função do investimento das CNs do IBGE e das necessidades de financiamento operacionais do governo consolidado divulgadas pelo Bacen, por (14); e
- a poupança privada é obtida por resíduo, em (10), dada a poupança doméstica de (9) e o valor da poupança do governo em (14).

#### 4 A EVOLUÇÃO DA FBKF

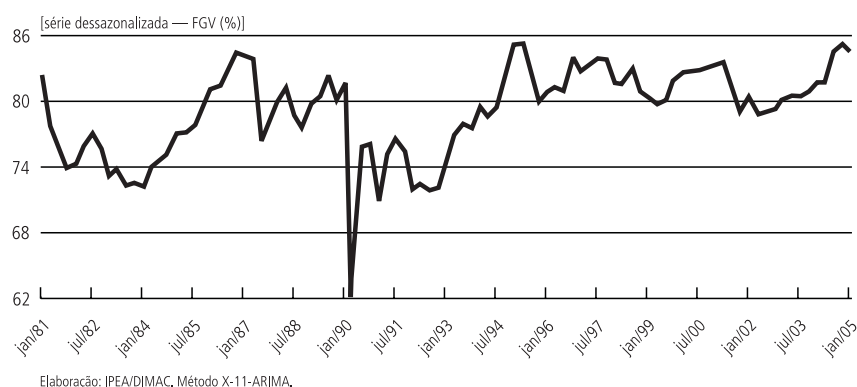
Nesta seção, iremos analisar especificamente a evolução da taxa de FBKF — FBKF/PIB — desde o início do Plano Real (1994) entendendo que este significou um divisor de águas na trajetória da economia. Mostraremos também, porém, em alguns casos, como as principais variáveis relacionadas com o tema se situam atualmente em relação a um passado mais distante.

Parte da razão de ser da discussão a ser travada no presente texto é a tendência ao aumento da utilização de capacidade instalada na indústria ao longo da primeira metade da atual década, especialmente em 2004, conforme dados da Fundação Getúlio Vargas (FGV) divulgados com periodicidade trimestral (Gráfico 1).<sup>15</sup> Na série dessazonalizada posterior a 1980, até 2003, o

14. Ela também pode ser obtida diretamente por (2). O resultado dos dois procedimentos, por definição, é o mesmo.

15. De qualquer forma, as questões discutidas no artigo valem para situações que transcendem a situação da economia brasileira no momento em que este artigo é concluído (início de 2005).

GRÁFICO 1  
UTILIZAÇÃO DA CAPACIDADE INSTALADA: INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO



indicador tinha tido um máximo local de 85% no segundo trimestre de 1995, no auge do primeiro ano do Plano Real — maior ainda que o “pico” de 84% do Plano Cruzado em 1986 —, e, em 2004, aproximou-se desse mesmo nível, gerando dúvidas de até que ponto o processo de crescimento recentemente retomado poderia ser sustentável.

Para sustentar o crescimento, é necessário aumentar a formação bruta de capital da economia brasileira, em geral negativamente correlacionada à situação externa. Historicamente, aumentos do investimento foram diversas vezes financiados pela poupança externa. Nesse sentido, um dado fundamental a ser ressaltado é que, nos últimos anos, depois da desvalorização de 1999, houve uma expressiva reversão da crise de BP pela qual o Brasil passou em 1998-1999, o que gerou, inclusive, um superávit em conta corrente em 2003 e 2004. Isso se deu a despeito do pagamento de rendas — lucros, dividendos e demais pagamentos de fatores — de quase 4% do PIB, muito acima da média de 2% do PIB registrada nos primeiros cinco anos do Plano Real (Tabela 1). A mudança obedeceu à modificação radical do saldo de transações reais com o exterior — exportações menos importações de bens e serviços não-fatores — que teve um deslocamento (*shift*) de nada menos que 6 pontos do PIB nos últimos cinco anos, passando de um déficit de 1,5% do PIB em 1999, para um superávit de 4,6% do PIB em 2004. Isso permitiu alcançar um superávit em conta corrente de quase 2% do PIB em 2004, situação até certo ponto anômala para um país em desenvolvimento, visto implicar sua transformação em um exportador líquido de capitais.

A evolução da FBKF — a preços correntes — a partir de 1994 aparece na Tabela 2, onde a sua trajetória é exposta à luz da evolução das demais variáveis

TABELA 1  
**RESULTADO EM CONTA CORRENTE DO BALANÇO DE PAGAMENTOS**  
 [em % do PIB]

| Ano  | Transferências correntes recebidas e enviadas ao resto do mundo + remuneração dos empregados não-residentes recebida e enviada ao resto do mundo | Rendas de propriedade recebidas e enviadas ao resto do mundo | A + B | Exportações – importações de bens e serviços não-fatores | Resultado em conta corrente (C + D) |
|------|--|--|-------|--|-------------------------------------|
|      | A  | B  | C     | D  | E                                   |
| 1994 | 0,4  | -1,7   | -1,3  | 0,3  | -1,0                                |
| 1995 | 0,5  | -1,5   | -1,0  | -1,8   | -2,8                                |
| 1996 | 0,3  | -1,6   | -1,3  | -1,9   | -3,2                                |
| 1997 | 0,2  | -2,0   | -1,8  | -2,4   | -4,2                                |
| 1998 | 0,2  | -2,3   | -2,1  | -2,2   | -4,3                                |
| 1999 | 0,3  | -3,5   | -3,2  | -1,5   | -4,7                                |
| 2000 | 0,3  | -3,0   | -2,7  | -1,5   | -4,2                                |
| 2001 | 0,3  | -3,8   | -3,5  | -1,0   | -4,5                                |
| 2002 | 0,6  | -3,9   | -3,3  | 2,1  | -1,2                                |
| 2003 | 0,6  | -3,6   | -3,0  | 3,6  | 0,6                                 |
| 2004 | 0,6  | -3,3   | -2,7  | 4,6  | 1,9                                 |

Fonte: IBGE.

componentes da demanda agregada. Observe-se que a variável (Exportações – Importações de bens e serviços não-fatores) é a mesma que aparece na Tabela 1 como um dos componentes do resultado em conta corrente do BP. Em linhas gerais, nota-se um declínio da formação bruta de capital nos últimos dez anos, acompanhado de um aumento significativo do saldo de transações reais com o exterior.

Esse processo, por sua vez, segue uma tendência de queda de longa data das taxas de formação bruta de capital e de poupança da economia brasileira, como pode ser visto na Tabela 3, onde a soma das duas primeiras colunas de variáveis é igual à última coluna.<sup>16</sup> O dado mostra a queda da FBKF a preços

16. Fazer séries retrospectivas longas na economia brasileira envolvendo a poupança pública é sempre um exercício difícil. Na Tabela 3, para os anos de 1985 a 2004, foi adotado o procedimento antes descrito. Para os anos anteriores a 1985, adotou-se, porém, o dado de poupança do governo das próprias CNs, antes da existência de dados confiáveis das necessidades de financiamento (ver observações ao pé da Tabela 3).

TABELA 2  
**COMPOSIÇÃO DO PIB**  
 [em % do PIB]

| Ano  | Consumo final |         |       | Variação de estoques | FBKF | Exportações – importações de bens e serviços não-fatores | PIB   |
|------|---------------|---------|-------|----------------------|------|--|-------|
|      | Famílias      | Governo | Total |                      |      |  |       |
| 1994 | 59,6          | 17,9    | 77,5  | 1,4                  | 20,8 | 0,3  | 100,0 |
| 1995 | 59,9          | 19,6    | 79,5  | 1,8                  | 20,5 | -1,8   | 100,0 |
| 1996 | 62,5          | 18,5    | 81,0  | 1,6                  | 19,3 | -1,9   | 100,0 |
| 1997 | 62,7          | 18,2    | 80,9  | 1,6                  | 19,9 | -2,4   | 100,0 |
| 1998 | 62,0          | 19,1    | 81,1  | 1,4                  | 19,7 | -2,2   | 100,0 |
| 1999 | 62,3          | 19,1    | 81,4  | 1,2                  | 18,9 | -1,5   | 100,0 |
| 2000 | 60,9          | 19,0    | 79,9  | 2,3                  | 19,3 | -1,5   | 100,0 |
| 2001 | 60,5          | 19,3    | 79,8  | 1,7                  | 19,5 | -1,0   | 100,0 |
| 2002 | 58,1          | 20,1    | 78,2  | 1,4                  | 18,3 | 2,1  | 100,0 |
| 2003 | 56,7          | 19,9    | 76,6  | 2,0                  | 17,8 | 3,6  | 100,0 |
| 2004 | 55,3          | 18,8    | 74,1  | 1,7                  | 19,6 | 4,6  | 100,0 |

Fonte: IBGE.

correntes para uma média de menos de 19% do PIB no período 2001-2004, muito abaixo das médias de 23% do PIB do segundo quinquênio das décadas de 1970 e 1980.<sup>17</sup>

Como parte da tendência para o longo prazo da formação de capital, encontra-se a deterioração da situação do setor público,<sup>18</sup> que se expressa no aumento da participação do consumo do governo no PIB — ver Tabela 2. A referida variável passou de uma média de 10% do PIB durante 1970-1975, para até 19% a 20% do PIB nos últimos anos (Gráfico 2). O mesmo fenômeno se manifestou na redução da poupança do governo, de um valor de 6% do PIB em 1970-1975, para os menos de 2% do PIB de 2001-2004 (Tabela 3).

O corolário do aumento do gasto corrente da administração pública e da redução da poupança do governo foi a queda da participação do investimento

17. A alta taxa de FBKF da segunda metade dos anos 1980 deve ser encarada com cautela, pois uma série de indícios sugere que o dado estava inchado pelo fenômeno da altíssima inflação, dissipado a partir de meados dos anos 1990.

18. Para entender as raízes da piora das contas públicas nos anos 1980, ver Villela (1991). Para uma análise sobre o que ocorreu nos anos 1990 e começo da década atual, ver Giambiagi (2002).

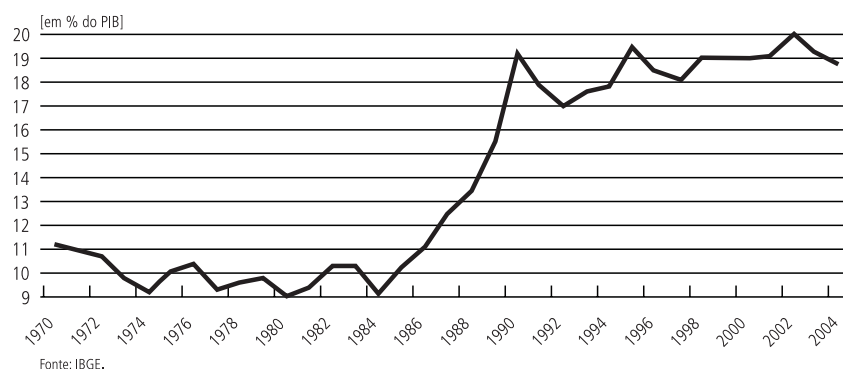


TABELA 3  
**COMPOSIÇÃO DA POUPANÇA**  
 [em % do PIB]

| Período   | FBKF | Variação de estoques | Poupança doméstica |         |           | Poupança externa | Poupança total |
|-----------|------|----------------------|--------------------|---------|-----------|------------------|----------------|
|           |      |                      | Governo            | Privada | Doméstica |                  |                |
| 1970–1975 | 20,8 | 1,7                  | 6,2                | 12,5    | 18,7      | 3,8              | 22,5           |
| 1976–1980 | 22,6 | 0,5                  | 4,9                | 14,1    | 19,0      | 4,1              | 23,1           |
| 1981–1985 | 20,8 | -0,1                 | 1,4                | 16,5    | 17,9      | 2,8              | 20,7           |
| 1986–1990 | 23,0 | -0,1                 | 0,7                | 21,8    | 22,5      | 0,4              | 22,9           |
| 1991–1995 | 19,4 | 1,4                  | 2,2                | 18,1    | 20,3      | 0,5              | 20,8           |
| 1996–2000 | 19,4 | 1,6                  | -1,2               | 18,1    | 16,9      | 4,1              | 21,0           |
| 2001–2004 | 18,8 | 1,7                  | 1,6                | 18,1    | 19,7      | 0,8              | 20,5           |

Fontes: Para a poupança total, IBGE. Até 1993, a poupança externa considerada é igual ao déficit em conta corrente apurado pelo Bacen, calculando o PIB em dólares em função da taxa de câmbio média do ano. A partir de 1994, adotou-se o valor da poupança externa em reais apurado pelo IBGE nas CNs. No caso da poupança do governo, até 1985 adotou-se o dado de Varsano (1996, Tabela 11.1), que desconta o componente de correção monetária da despesa de juros e se baseia nas CNs do IBGE. A partir de 1986, adotou-se a fórmula poupança do governo = investimento do governo – necessidades de financiamento (NF) do Governo Central, estados e municípios no conceito operacional, sendo o investimento apurado pelo IBGE e as NFs pelo Bacen. Para 1994–2004, utilizamos os dados das Tabelas 10 e 12.

GRÁFICO 2  
**CONSUMO DO GOVERNO — 1970-2004**



do governo — soma de Governo Central, estados e municípios — de 4,0% do PIB durante 1971-1975 para uma média da ordem de 2% do PIB durante 2001-2003 (Tabela 4). Esse processo acompanhou a redução da FBKF em relação ao começo do Plano Real (Tabela 2) bem como a trajetória observada como tendência de longo prazo da variável (Tabela 3).

TABELA 4  
**INVESTIMENTO DO GOVERNO — CNs**  
 [em % do PIB]

| Ano  | % do PIB | Ano  | % do PIB | Ano  | % do PIB | Ano  | % do PIB |
|------|----------|------|----------|------|----------|------|----------|
| 1971 | 4,2      | 1981 | 2,7      | 1991 | 2,9      | 2001 | 2,2      |
| 1972 | 3,9      | 1982 | 2,4      | 1992 | 3,5      | 2002 | 2,2      |
| 1973 | 3,9      | 1983 | 2,0      | 1993 | 3,2      | 2003 | 1,7      |
| 1974 | 4,0      | 1984 | 2,1      | 1994 | 3,6      |      |          |
| 1975 | 4,1      | 1985 | 2,5      | 1995 | 2,5      |      |          |
| 1976 | 4,1      | 1986 | 3,2      | 1996 | 2,3      |      |          |
| 1977 | 3,3      | 1987 | 3,3      | 1997 | 2,0      |      |          |
| 1978 | 3,1      | 1988 | 3,4      | 1998 | 2,8      |      |          |
| 1979 | 2,4      | 1989 | 3,2      | 1999 | 1,7      |      |          |
| 1980 | 2,3      | 1990 | 3,7      | 2000 | 1,9      |      |          |

Fonte: IBGE.

Obs.: O dado de 2004 não foi divulgado ainda.

## 5 O PAPEL DOS PREÇOS RELATIVOS

A decepcionante trajetória da FBKF nos últimos anos é acentuada quando se leva em conta a evolução da variável em termos reais (Tabela 5). Embora o cálculo da FBKF a preços constantes tenha deixado de ser feito pelo IBGE e em que pese o fato de que, do ponto de vista técnico, não é correto simplesmente encadear as variáveis, a partir de um certo ano, para se chegar a uma taxa a preços constantes, na ausência de um melhor método, o procedimento adotado na coluna à direita na Tabela 5 dá uma idéia da evolução real da FBKF *vis-à-vis* o PIB.<sup>19</sup> Nela, o coeficiente FBKF/PIB de cada ano é igual ao coeficiente do ano anterior multiplicado pela relação  $[(1+x)/(1+q)]$ , onde  $x$  é a taxa de variação real da FBKF e  $q$  é a taxa de crescimento do PIB.

Embora a variação da FBKF entre os pontos extremos de 1994 e 2004 seja próxima nos dois conceitos utilizados, o aumento do preço relativo da FBKF a partir da desvalorização de 1999 torna as trajetórias das variáveis muito diferentes nos últimos cinco anos. De fato, enquanto entre 1998 e 2004 a FBKF a preços correntes caiu apenas 0,1 ponto do PIB, a preços de 1994

19. Quando o IBGE divulgava as CNs a preços constantes de 1980, adotava um índice Laspeyres de base fixa, onde, a partir da ponderação do ano-base, o peso de cada variável nos anos subseqüentes era afetado apenas pela mudança do *quantum*. Atualmente, o IBGE apura a taxa de variação do PIB com base na participação de cada variável no PIB a preços do ano anterior. Isso significa que a base não é mais fixa e que a ponderação se modifica tanto em função do *quantum* como da evolução dos preços relativos.

TABELA 5  
**FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO (FBKF)**  
 [em % do PIB]

| Ano  | Preços correntes | Preços constantes de 1994 <sup>a</sup> |
|------|------------------|--|
| 1994 | 20,8             | 20,8                                   |
| 1995 | 20,5             | 21,4                                   |
| 1996 | 19,3             | 21,1                                   |
| 1997 | 19,9             | 22,3                                   |
| 1998 | 19,7             | 22,2                                   |
| 1999 | 18,9             | 20,4                                   |
| 2000 | 19,3             | 20,4                                   |
| 2001 | 19,5             | 20,4                                   |
| 2002 | 18,3             | 19,2                                   |
| 2003 | 17,8             | 18,1                                   |
| 2004 | 19,6             | 19,1                                   |

Fonte: Elaboração própria, com base nos dados das CNs do IBGE.

<sup>a</sup> Calculada com base nas taxas de variação real da FBKF e do PIB, compostas a partir da taxa de investimento (FBKF/PIB) de 1994.

diminuiu mais de 3 pontos, reflexo da queda real acumulada de 1,3% da FBKF em seis anos em um contexto de crescimento acumulado da economia de 14,9%.

O fato chama a atenção para a importância da evolução dos preços relativos como um dos determinantes da evolução da participação da FBKF na economia.<sup>20</sup> Observe-se também na Tabela 6 que, entre 1994 e 2004, o preço relativo do consumo do governo sofreu uma majoração de 15% (ver Tabela 2).<sup>21</sup> Isso é importante, pois se o preço relativo do consumo do governo for mantido estável, em um processo de crescimento sustentado da economia há condições de alcançar alguma redução da participação do consumo do governo no PIB, associada ao próprio crescimento, o que conseqüentemente poderia abrir espaço para o aumento da participação da FBKF no PIB.

20. Sobre essas questões, ver a análise de Pires de Souza (2004) e a discussão feita em Bacha e Bonelli (2004).

21. O significado preciso do preço relativo do consumo do governo informado nas CNs é menos claro que o das demais categorias da demanda agregada. O preço relativo até 2003, em linhas gerais, aumentou porque o gasto público cresceu mais do que as variáveis utilizadas como *proxies* para estimar o *quantum* de produto. Por se tratar de bens não-mercantis — sem preços de mercado — não há deflatores para se obterem volumes a partir das informações disponíveis em valor. Em lugar disso, o IBGE estima volumes com *proxies* específicas. Do cruzamento desses volumes aproximados com os valores é que se obtêm os respectivos preços. Necessariamente, quando o gasto real cresce mais do que a variação das *proxies*, isso é atribuído à diferença de preços relativos. Uma metodologia alternativa pode consistir em estimar o deflator da atividade pública pelos seus custos. Nesse caso, o preço se resumiria basicamente ao custo médio do funcionalismo e das compras do governo.

TABELA 6  
**EVOLUÇÃO DOS PREÇOS RELATIVOS**  
 [base: média de 1994 = 100]<sup>a</sup>

| Ano  | Consumo do governo | Consumo das famílias | FBKF  | Exportações <sup>b</sup> | Importações <sup>b</sup> |
|------|--------------------|----------------------|-------|--------------------------|--------------------------|
| 1995 | 112,8              | 96,3                 | 96,2  | 86,4                     | 82,6                     |
| 1996 | 107,8              | 99,5                 | 91,5  | 79,7                     | 75,5                     |
| 1997 | 107,3              | 99,9                 | 89,1  | 79,6                     | 73,4                     |
| 1998 | 110,3              | 99,6                 | 88,7  | 76,0                     | 71,6                     |
| 1999 | 108,3              | 101,4                | 92,6  | 97,1                     | 105,2                    |
| 2000 | 111,5              | 99,6                 | 94,4  | 95,0                     | 101,3                    |
| 2001 | 112,9              | 99,8                 | 95,5  | 107,3                    | 118,3                    |
| 2002 | 118,8              | 97,9                 | 95,6  | 118,7                    | 129,8                    |
| 2003 | 116,5              | 97,7                 | 98,3  | 115,8                    | 126,4                    |
| 2004 | 114,9              | 95,9                 | 102,6 | 113,4                    | 121,4                    |

Fonte: IBGE.

<sup>a</sup> Índice de preço relativo da variável = (Índice de preço nominal da variável/deflator implícito do PIB) x 100.

<sup>b</sup> Bens e serviços não-fatores.

De fato, em que pese a tendência ao aumento do consumo do governo anteriormente retratada no Gráfico 2, no ciclo de crescimento de 1968-1973, por exemplo, ela caiu de 11,3% para 9,9% do PIB, reflexo simplesmente do fato de a citada variável ter se expandido, porém a taxas inferiores às do crescimento da economia.

## 6 QUAL DEVE SER A META DE INVESTIMENTO?

Avaliar se um certo nível de taxa de investimento — entendida como a relação  $FBKF/PIB$  — é adequado, requer que se postule um certo alvo para a variável, o qual depende, por sua vez, de indicadores que podem mudar de país para país, dentro de um mesmo país, entre uma época e outra, como, por exemplo, a relação entre o estoque de capital ( $K$ ) e o produto ( $Y$ ). O ponto de partida é a identidade macroeconômica entre poupança ( $S$ ) e  $FBKT$ . Para facilitar, nesta seção iremos ignorar a variação de estoques, o que equivale, na prática, a entender que, nesse caso,  $FBKT$  e  $FBKF$  são iguais. Define-se um coeficiente de poupança ( $s$ ) correspondente à relação entre essa poupança total — doméstica e externa — e o PIB ( $Y$ ), ou seja,  $s = S/Y$ , idêntica à razão  $FBKF/Y$ . A taxa de crescimento real do PIB é  $q$ , enquanto a relação capital/produto ( $k$ ) é calculada com o produto

associado à plena ocupação de capacidade, assumindo ausência de capacidade ociosa. O valor de  $K$  a cada período é dado por:

$$K = K_{(-1)} \cdot (1 - d) + FBKF_{(-1)} \quad (15)$$

onde  $d$  é um coeficiente de depreciação e o símbolo  $(-1)$  indica defasagem de um período. O PIB, por definição, é

$$Y = Y_{(-1)} \cdot (1 + q) \quad (16)$$

Dividindo em (15) por  $Y$ , dado (16) e assumindo um  $k$  constante, conclui-se que:

$$s = k \cdot (q + d) \quad (17)$$

que significa que, em *steady state* e com a economia operando a plena capacidade, a taxa de poupança e de formação bruta de capital  $s$ , requerida para a economia crescer a uma taxa-alvo  $q$ , é igual à multiplicação da relação capital/produto pela soma das taxas de crescimento-alvo e de depreciação. Isso requer definir uma relação capital/produto e um coeficiente de depreciação. Bacha e Bonelli (2004) mostram a evolução da relação produto/capital ao longo dos últimos 50 anos e apresentam, nas suas conclusões, uma relação de 0,34 ( $k = 2,94$ ) e uma depreciação de 0,039 (equivalente a 25,6 anos de utilização média do capital). Aqui iremos adotar valores praticamente idênticos a esses, mas arredondados, de  $k = 3,0$  e  $d = 0,04$ . Imputando esses valores na equação (17) chega-se às taxas de investimento requeridas da Tabela 7.

TABELA 7  
TAXA DE FORMAÇÃO DE CAPITAL REQUERIDA PARA ATINGIR DIFERENTES METAS DE CRESCIMENTO DO PIB  
[em %]

| Crescimento do PIB | FBKF/PIB |
|--------------------|----------|
| 3,0                | 21,0     |
| 3,5                | 22,5     |
| 4,0                | 24,0     |
| 4,5                | 25,5     |
| 5,0                | 27,0     |

Fonte: Taxas de formação de capital calculadas com base na equação (17) do texto.

Tais estimativas estão sujeitas a óbvias qualificações, pois é impossível afirmar com precisão completa que proporção da FBKF no produto se requer para crescer a uma certa taxa, dada a dificuldade de determinar com exatidão: *a)* o limite de plena ocupação; *b)* a relação capital/produto; e *c)* a depreciação. É razoável, porém, inferir da Tabela 7 que, para crescer a uma taxa sustentada entre 4,0% e 4,5% a.a., o país deve atingir uma FBKF — sem considerar a variação de estoques — da ordem de 25% do PIB, muito superior ao nível de 2004, de 20% do PIB. Em termos de FBKT, assumindo uma variação de estoques da ordem de 1,5% do PIB, isso implicaria uma poupança total de aproximadamente 26% a 27% do PIB.<sup>22</sup>

Estabelecido o nível de investimento requerido para sustentar ao longo do tempo um certo ritmo de crescimento, cabe agora indagar se uma meta de expansão da economia na faixa de 4,0% a 4,5% a.a. seria adequada. A lembrança dos “anos dourados” do crescimento brasileiro e a observação de países com elevadas taxas de crescimento nos últimos anos, como a China, podem, à primeira vista, sugerir que não. Entretanto, tal conclusão pode ser apressada. Para entender isso, é útil ver as Tabelas 8 e 9.

Cabe lembrar que a taxa de crescimento da população nos próximos anos será da ordem de 1,2% a.a., caindo para a faixa anual de 1,0% a 1,1% na

TABELA 8  
BRASIL: TAXAS DE CRESCIMENTO POR PERÍODO  
[em % a.a.]

| Período                | PIB | População | Renda <i>per capita</i> |
|------------------------|-----|-----------|-------------------------|
| 1951-1960              | 7,4 | 3,0       | 4,3                     |
| 1961-1970              | 6,2 | 2,9       | 3,2                     |
| 1971-1980              | 8,6 | 2,5       | 6,0                     |
| 1981-1990              | 1,5 | 2,0       | -0,5                    |
| 1991-2000              | 2,7 | 1,4       | 1,3                     |
| 2001-2005 <sup>a</sup> | 2,5 | 1,3       | 1,2                     |
| Média 1951-2005        | 5,0 | 2,3       | 2,7                     |

Fonte: IBGE.

<sup>a</sup> Admitindo para 2005 um crescimento do PIB de 3,8% e da população de 1,2%.

22. A média da variação de estoques em relação ao PIB no Brasil foi de 1,7% do PIB nos últimos dez anos, percentual que se manteve em 2004. Uma estimativa aponta naturalmente para uma hipótese de variação de estoques da ordem de 1,5% do PIB, no futuro. Ainda que se possa questionar se isso faz sentido ou não — pois implicitamente levaria a um crescimento sistemático da relação estoques/PIB — o fato é que a variável foi um dos componentes da FBKT e, portanto, da poupança da economia: se a formação de estoques está inchada, o mesmo, por definição, acontece com a poupança total.

TABELA 9  
**PNB PER CAPITA E CRESCIMENTO EM PAÍSES SELECIONADOS**

| País          | PNB <i>per capita</i> (US\$) | Crescimento médio do PIB: 1995-2004 (% a.a.) |
|---------------|------------------------------|--|
| China         | 960                          | 8,7  |
| Índia         | 470                          | 6,1  |
| Chile         | 4.250                        | 4,4  |
| Coréia do Sul | 9.930                        | 5,0  |

Fontes: Para o PNB *per capita*, Banco Mundial (2004, Tabela 1.1), com dados referentes a 2002 e dados calculados com base na paridade do poder de compra (PPP). Para o crescimento, Cepal (Chile) e FMI (China, Índia e Coréia do Sul).

próxima década. Conseqüentemente, um crescimento sustentado anual do PIB de 4,0% a 4,5% que possa ser sustentado na década de 2010 implicaria um crescimento da renda *per capita* inclusive maior que o da média histórica de 2,7% (Tabela 8). Vale lembrar que esta caiu por efeito do menor crescimento dos últimos 25 anos. É importante lembrar também que nos *golden years* do *boom* de crescimento brasileiro, a população crescia 3% a.a., de modo que no futuro, com a população aumentando em torno de 1%, um crescimento do PIB de 4% a 5% geraria o mesmo aumento da renda *per capita* que se obtinha há três décadas com uma expansão anual da economia na faixa de 6% a 7%.

Por outro lado, em termos internacionais, crescimentos a taxas muito elevadas por um longo período de tempo são raros em países de renda média. É verdade que China e Índia têm crescido a taxas de mais de 6% a.a. nos últimos dez anos — no caso da China, bem mais do que isso — mas trata-se de países que começaram o seu processo de desenvolvimento com níveis de renda *per capita* ínfimos. Observe-se que na Tabela 9, mesmo depois de todos esses anos de crescimento, o PNB *per capita* chinês era de apenas 1/3 do brasileiro, enquanto o da Índia era de apenas 1/6.<sup>23</sup>

Países com um nível de renda *per capita* muito baixo podem, com políticas adequadas, experimentar aumentos de renda expressivos durante algumas décadas, seja pela existência de um consumo reprimido muito grande e a ausência inicial de uma classe média relevante (em termos de demanda) como pela possibilidade de, pelo lado da oferta, poder aumentar muito a produtividade no bojo de grandes transformações demográficas com migração do campo para a cidade e as conseqüentes mudanças na qualidade média da mão-de-obra disso resultante.<sup>24</sup> O Brasil já enfrentou essa situação há algumas décadas, partindo de níveis de renda *per capita* ínfimos, elevado percentual de população rural e

23. O dado da mesma fonte da Tabela 9 (Banco Mundial) referente ao PNB *per capita* do Brasil é de US\$ 2.830, para o mesmo ano.

24. Em contrapartida, no caso de economias maduras, é difícil imaginar grandes aumentos do PIB, de por exemplo 5% ou 6% a.a., durante muito anos.

escassa classe média, nos 50 anos de 1930 a 1980, justamente coincidindo com altas taxas de crescimento, fenômeno esse que dificilmente irá se repetir no país com tamanha intensidade.<sup>25</sup> Quando se compara um possível potencial futuro de crescimento do Brasil de 4,0% a 4,5%, ele não estaria muito abaixo do observado em outras economias emergentes, já mais maduras e com maior nível de renda *per capita*, como Chile e Coréia.<sup>26</sup> Uma meta de crescimento na faixa citada, para um país de renda média como o Brasil, não poderia, portanto, ser considerada como sendo muito baixa. Para atingir esse potencial, porém, como vimos, a taxa de investimento deveria se elevar para algo em torno de 25%/26% do PIB.

### 7 O AJUSTE DA POUPANÇA DOMÉSTICA — 1999-2004<sup>27</sup>

A observação da FBKF ao longo dos últimos anos na Tabela 5, mais a conclusão da Seção 6 acerca da necessidade de ela aumentar até aproximadamente 25% do PIB, sugeriria, a princípio, um certo pessimismo acerca das possibilidades de crescimento do país. Iremos argumentar nesta seção — que é, de certa forma, o “coração” do presente artigo — que, por trás da relativa estabilidade da FBKF a preços correntes nos últimos cinco anos — em torno de 18% a 20% do PIB — esconde-se um notável incremento da poupança doméstica que, se for conservado, poderá criar condições para um forte aumento da formação de capital no decorrer da década. A base do raciocínio é a Tabela 10.

A Tabela 10 mostra que, entre 1999 e 2004, a poupança doméstica bruta — incluindo a variação de estoques — aumentou de 15% para 23% do PIB, concomitantemente à redução da poupança externa de quase 5% do PIB para uma poupança negativa — isto é, superávit em conta corrente — de 2% do PIB entre os mesmos anos. Esse fenômeno é a contrapartida da redução do consumo total de 81% do PIB em 1999 para 74% em 2004 e da transformação, na composição do PIB, de um resultado líquido da exportação de bens e serviços não-fatores de um valor negativo de 2% do PIB em 1999, para um superávit nessa rubrica de 5% em 2004 (Tabela 2).

Na Tabela 10, considerou-se a poupança externa, por definição, como sendo o resultado do déficit em conta corrente nas CNs do IBGE, compondo,

25. Mesmo no caso da China e da Índia, não se prevê uma manutenção das atuais tendências indefinidamente: um estudo recente, bastante divulgado, do potencial de crescimento dessas economias, sugere uma acomodação a taxas de crescimento inferiores, com o crescimento médio anual caindo de 7,5% na década atual para 3,2% na de 2040 no caso da China, enquanto na Índia, cujo PIB *per capita* ainda é igual à metade do chinês, esse crescimento mais forte ainda se prolongaria por mais tempo, embora também a taxas progressivamente declinantes [Goldman (2003)].

26. Esses dois países tiveram alguns anos de crescimento superiores a 5%, mas a longo prazo esses efeitos ficam algo diluídos ao entrarem na estatística anos de desempenho pior da economia.

27. Sobre a evolução da poupança doméstica no Brasil até 1998, ver Cândido Jr. (1998).



TABELA 10  
**FINANCIAMENTO DA FBKF — 1994-2004**  
 [em % do PIB]

| Ano  | Renda disponível bruta<br>A | Consumo final |              |                    | Poupança <sup>a</sup>               |              |                                   |
|------|-----------------------------|---------------|--------------|--------------------|-------------------------------------|--------------|-----------------------------------|
|      |                             | Famílias<br>B | Governo<br>C | Total<br>D = B + C | Doméstica <sup>a</sup><br>E = A - D | Externa<br>F | Total <sup>a,b</sup><br>G = E + F |
| 1994 | 98,7                        | 59,6          | 17,9         | 77,5               | 21,2                                | 1,0          | 22,2                              |
| 1995 | 99,0                        | 59,9          | 19,6         | 79,5               | 19,5                                | 2,8          | 22,3                              |
| 1996 | 98,7                        | 62,5          | 18,5         | 81,0               | 17,7                                | 3,2          | 20,9                              |
| 1997 | 98,2                        | 62,7          | 18,2         | 80,9               | 17,3                                | 4,2          | 21,5                              |
| 1998 | 97,9                        | 62,0          | 19,1         | 81,1               | 16,8                                | 4,3          | 21,1                              |
| 1999 | 96,8                        | 62,3          | 19,1         | 81,4               | 15,4                                | 4,7          | 20,1                              |
| 2000 | 97,3                        | 60,9          | 19,0         | 79,9               | 17,4                                | 4,2          | 21,6                              |
| 2001 | 96,5                        | 60,5          | 19,3         | 79,8               | 16,7                                | 4,5          | 21,2                              |
| 2002 | 96,7                        | 58,1          | 20,1         | 78,2               | 18,5                                | 1,2          | 19,7                              |
| 2003 | 97,0                        | 56,7          | 19,9         | 76,6               | 20,4                                | -0,6         | 19,8                              |
| 2004 | 97,3                        | 55,3          | 18,8         | 74,1               | 23,2                                | -1,9         | 21,3                              |

Fonte: IBGE.

<sup>a</sup> Incluindo a variação de estoques.

<sup>b</sup> Por identidade contábil, é igual à FBKT.

com a poupança doméstica, o valor da FBKF. A observação da tabela permite tirar quatro conclusões extremamente importantes:

- contrariamente ao que ocorreu no ajuste externo de 1981-1984, quando a dramática reversão da situação externa se deu em um contexto em que a FBKF a preços correntes caiu de 24% do PIB em 1980 para 19% em 1984, no ajuste atual a FBKF, entre 1999 e 2004, também a preços correntes, aumentou em torno de 1p.p. do PIB, sendo o ajuste externo — eliminação do déficit em conta corrente — financiado integralmente mediante um forte aumento da poupança doméstica entre 1999 e 2004 (Tabela 11);<sup>28</sup>

- a taxa de poupança doméstica, na Tabela 10, caiu de 21% do PIB em 1994 para 15% em 1999, reflexo do aumento do consumo total de 4 p.p. do

28. Entre 1980 e 1984, o resultado da conta corrente do BP do Brasil evoluiu de um déficit de US\$ 13 bilhões, para uma situação de equilíbrio-superávit de US\$ 100 milhões em 1984. Entre esses mesmos anos, o saldo de transações reais de exportações menos importação de bens e serviços não-fatores nas CNs passou de negativo em 2,2% do PIB, para positivo em 6,2%. Observe-se na Tabela 11 que o consumo total, no ajustamento de 1981-1984, caiu apenas 2% do PIB, enquanto no ajustamento pós-1999, a redução da mesma variável foi de nada menos que 7% do PIB.

TABELA 11  
**COMPARAÇÃO ENTRE OS PROCESSOS DE AJUSTE**  
 [em % do PIB a preços correntes]

| Ano  | Consumo final |         |       | FBKF | Variação<br>de<br>estoques | Exportações –<br>importações de bens e<br>serviços não-fatores | PIB   | Poupança<br>doméstica <sup>a</sup> | Poupança<br>externa |
|------|---------------|---------|-------|------|----------------------------|--|-------|------------------------------------|---------------------|
|      | Famílias      | Governo | Total |      |                            |  |       |                                    |                     |
| 1980 | 69,1          | 9,1     | 78,2  | 23,6 | 0,4                        | -2,2   | 100,0 | 18,6                               | 5,4                 |
| 1984 | 66,9          | 9,2     | 76,1  | 18,9 | -1,2                       | 6,2  | 100,0 | 17,7                               | 0,0                 |
| 1999 | 62,3          | 19,1    | 81,4  | 18,9 | 1,2                        | -1,5   | 100,0 | 15,4                               | 4,7                 |
| 2004 | 55,3          | 18,8    | 74,1  | 19,6 | 1,7                        | 4,6  | 100,0 | 23,2                               | -1,9                |

Fonte: IBGE.

<sup>a</sup> Incluindo a variação de estoques.

PIB, *grosso modo*, sinal de que, nos primeiros anos do Plano Real, o país desaproveitou uma excelente oportunidade, gerando um *boom* de consumo;

- se compararmos 1994 com 2004, a taxa de poupança doméstica ultrapassou os 21,2% do PIB originais, com a diferença de que, em 1994, havia uma poupança externa de 1,0% do PIB e, em 2004, uma despoupança externa — poupança negativa — de 1,9% do PIB; e

- o aumento de 8 pontos do PIB da poupança doméstica entre 1999 e 2004 obedeceu a uma trajetória consistente de redução do consumo total no PIB que se manteve de forma contínua em todos os anos do período (Tabela 10).

Isso posto, podemos agora, com base na equação (14), calcular a poupança do governo, conhecidas as necessidades de financiamento do governo — Central, estados e municípios — no conceito operacional, conforme divulgado pelo Bacen, e o investimento do governo nas CNs do IBGE. Tendo calculado antes a poupança doméstica bruta e conhecida agora a poupança do governo pelo método indicado, obtém-se então a poupança privada por resíduo. Os resultados são expostos na Tabela 12.

A composição da poupança doméstica entre poupança privada e do governo é naturalmente muito sensível ao valor da despesa com juros reais (Tabela 13) que depende muito da taxa de inflação. A taxa de juros real — Selic deflacionada pelo IPCA — nos últimos dez anos (1995-2004) foi, em média, muito expressiva, de 15% a.a., oscilando entre uma taxa real máxima de 27% em 1998 e uma taxa mínima de 6% em 2002. As oscilações dessa taxa, incidente sobre uma dívida pública por sua vez crescente, geraram uma despesa de juros reais — excetuada a parcela das empresas estatais — que, embora afetada pela alta da relação dívida pública/PIB, foi também oscilante, com picos de 7% do PIB em 1998 e 2003 e um mínimo da ordem de 1% em 2002, sendo de aproximada-

TABELA 12  
**COMPOSIÇÃO DA POUPANÇA DOMÉSTICA**  
 [em % do PIB]

| Ano  | Necessidades de financiamento (operacionais) <sup>a</sup> |             |                               | Investimento do governo | Poupança doméstica <sup>b</sup> |                      |                        |
|------|---|-------------|-------------------------------|-------------------------|---------------------------------|----------------------|------------------------|
|      | Superávit primário  | Juros reais | Necessidades de financiamento |                         | Governo                         | Privada <sup>b</sup> | Doméstica <sup>b</sup> |
| 1994 | 4,0   | 3,2         | -0,8                          | 3,6                     | 4,4                             | 16,8                 | 21,2                   |
| 1995 | 0,3   | 4,4         | 4,1                           | 2,5                     | -1,6                            | 21,1                 | 19,5                   |
| 1996 | -0,2  | 2,9         | 3,1                           | 2,3                     | -0,8                            | 18,5                 | 17,7                   |
| 1997 | -1,0  | 3,0         | 4,0                           | 2,0                     | -2,0                            | 19,3                 | 17,3                   |
| 1998 | 0,4   | 6,9         | 6,5                           | 2,8                     | -3,7                            | 20,5                 | 16,8                   |
| 1999 | 2,6   | 3,9         | 1,3                           | 1,7                     | 0,4                             | 15,0                 | 15,4                   |
| 2000 | 2,4   | 4,4         | 2,0                           | 1,9                     | -0,1                            | 17,5                 | 17,4                   |
| 2001 | 2,7   | 4,3         | 1,6                           | 2,2                     | 0,6                             | 16,1                 | 16,7                   |
| 2002 | 3,2   | 0,6         | -2,6                          | 2,2                     | 4,8                             | 13,7                 | 18,5                   |
| 2003 | 3,4   | 6,9         | 3,5                           | 1,7                     | -1,8                            | 22,2                 | 20,4                   |
| 2004 | 3,9   | 3,3         | -0,6                          | 2,2                     | 2,8                             | 20,4                 | 23,2                   |

Fontes: Elaboração própria, a partir de dados do Bacen (NF), IBGE (Investimento) e Tabela 10.

Obs.: Poupança do governo = investimento do governo (Contas Nacionais) – necessidades operacionais de financiamento (NF) do Governo Central e de estados e municípios.

<sup>a</sup> Sem efeitos da desvalorização cambial sobre a dívida interna. As variáveis fiscais referem-se a Governo Central, estados e municípios (excluem as empresas estatais).

<sup>b</sup> Incluindo a variação de estoques.

TABELA 13  
**TAXAS DE JUROS REAIS SELIC — JANEIRO/DEZEMBRO**  
 [em % a.a.]

| Ano  | Taxa de juros real (deflator: IPCA) |
|------|-------------------------------------|
| 1995 | 25,0                                |
| 1996 | 16,3                                |
| 1997 | 18,5                                |
| 1998 | 26,7                                |
| 1999 | 15,3                                |
| 2000 | 10,8                                |
| 2001 | 9,0                                 |
| 2002 | 5,9                                 |
| 2003 | 12,9                                |
| 2004 | 8,0                                 |

Fontes: Bacen (Selic) e IBGE (IPCA).

mente 3% do PIB em 2004. De um modo geral, a menor despesa de juros reais do governo melhora a poupança deste, mas reduz a renda do setor privado — detentor dos títulos públicos — e, portanto, piora a poupança privada.

De qualquer forma, a Tabela 12 mostra que o superávit primário do governo — sem as empresas estatais — passou de apenas 0,4% do PIB em 1998 para 2,6% em 1999 e para 4,0% em 2004. Ao mesmo tempo, a poupança privada de 2004 aumentou substancialmente em relação aos níveis de 1999, como reflexo da queda do consumo das famílias, de 62% do PIB em 1999 para 55% em 2004 (Tabela 10).<sup>29</sup>

As variações entre a poupança privada e a do governo na composição da poupança doméstica na Tabela 12 não interessam tanto quanto a trajetória da poupança doméstica total na mesma tabela e como a situação existente em 2004. O que se quer frisar — e este é um ponto que, talvez por ser relativamente recente, tem permanecido praticamente ignorado nas análises, o que justifica a razão de ser do presente artigo — é que, se a situação de 2004 for mantida:

- a poupança doméstica agregada terá sofrido um ajuste na forma de um aumento de 7,8 pontos do PIB em relação a 1999 (Tabela 10);
- esse ajuste decorre do aumento do superávit primário do governo de aproximadamente 1,5% do PIB em relação ao nível do mesmo em 1999 (aumento da poupança pública) e da redução de 7 pontos do PIB do consumo das famílias entre 1999 e 2004 (Tabelas 10 e 12);
- a poupança doméstica em 2004 foi de 23% do PIB, sendo aproximadamente 3% do PIB para a pública e 20% para a privada; e
- se a poupança externa deixar de ser negativa e passar a ser ligeiramente positiva — déficit moderado em conta corrente, da ordem de 1% do PIB —, a FBKF sofrerá uma mudança da ordem de 3% do PIB em relação a 2004 (Tabela 10).

Isso significa que, se o ajuste tanto do governo como do setor privado for preservado, ou seja, se a poupança do governo não voltar a diminuir e se o consumo das famílias não tornar a crescer como proporção do PIB, o país terá feito um esforço notável de ajustamento doméstico. Este, por sua vez, poderá vir a dar frutos no futuro, na forma de um aumento da FBKF, uma vez que a situação atual, caracterizada por um peso elevado da despesa com rendas —

29. Na Tabela 12, a evolução ao longo do tempo da poupança privada deve ser correlacionada à do consumo das famílias da Tabela 10, mas também com a trajetória dos componentes da poupança do governo da própria Tabela 12. Assim, por exemplo, na Tabela 12, entre 1994 e 1998 a poupança privada aumentou, a despeito do maior consumo das famílias, em parte porque o incremento da despesa com juros reais do governo correspondeu a uma elevação da renda privada. A relação entre os diversos componentes da poupança aparece detalhada no Apêndice.

juros, lucros, dividendos e outras — e por um superávit em conta corrente do BP, for superada.

### 8 O QUE ACONTECEU COM A POUPANÇA DOMÉSTICA?

A desagregação dos setores em que se originam a poupança e os mecanismos existentes por trás do esforço de aumento recente da variável fornecem pistas importantes para uma reflexão acerca das possibilidades de sustentação do fenômeno e sobre os desafios à frente. Na análise precedente, foi feita uma descrição da evolução dos componentes da poupança ao longo dos últimos anos. Nesta seção procura-se interpretar com maiores detalhes as razões do comportamento das principais variáveis. Especificamente, procederemos à análise da poupança do setor privado, decompondo-a entre empresas e famílias, e ao entendimento da dinâmica da poupança da administração pública, a partir do comportamento das suas receitas e despesas.

Para isso, teremos de nos valer das estatísticas sobre os componentes da poupança doméstica, apurados pelo IBGE nas suas tabulações específicas sobre a poupança até 2003 (último ano para o qual foram divulgadas as CNs completas). O uso do critério de cálculo da poupança pública como sendo a diferença entre o investimento do governo e as suas necessidades de financiamento faz sentido em termos econômicos, mas, na prática, esbarra no fato de que a contabilidade do IBGE não é consistente com as estatísticas do Bacen com base nas quais se apuram as necessidades de financiamento. Esta seção discute essas questões metodológicas e o seu efeito no cálculo da poupança pública. Para isso é útil observar a Tabela 14.

Há três diferenças importantes dessa tabela em relação à Tabela 12 antes explicada. A primeira é que a decomposição da poupança é feita pelo IBGE só a partir de 1995, devido à dificuldade de apurar as variáveis na época de alta inflação anterior ao Plano Real, de 1994.

A segunda diferença entre as Tabelas 12 e 14 é que o conceito de poupança do governo da Tabela 14 difere do que foi utilizado anteriormente. Isso porque, na Tabela 12, conforme explicitado em nota na tabela, procurou-se conciliar os dados das CNs com os dados fiscais apurados pelo Bacen, com base na equação (14) do trabalho e adotaram-se os juros reais do Governo Central, estados e municípios associados ao resultado operacional apurado pelo Bacen. Enquanto isso, a Tabela 14 incorpora *stricto sensu* o conceito de poupança da administração pública das CNs que, além de não ser consistente com a contabilidade fiscal do Bacen, como explicado no citado artigo de Jaloretto (1997), trabalha com o conceito de juros nominais.

TABELA 14  
**POUPANÇA DOMÉSTICA BRUTA<sup>a</sup>**  
 [em % do PIB]

| Ano  | Empresas        |             |       | Famílias | Privada | Administração pública | Total |
|------|-----------------|-------------|-------|----------|---------|-----------------------|-------|
|      | Não-financeiras | Financeiras | Total |          |         |                       |       |
| 1995 | 12,8            | 0,6         | 13,4  | 8,2      | 21,6    | -2,1                  | 19,5  |
| 1996 | 13,0            | 0,4         | 13,4  | 5,7      | 19,1    | -1,4                  | 17,7  |
| 1997 | 12,6            | 1,0         | 13,6  | 6,3      | 19,9    | -2,6                  | 17,3  |
| 1998 | 11,7            | 1,2         | 12,9  | 8,2      | 21,1    | -4,3                  | 16,8  |
| 1999 | 12,6            | 0,7         | 13,3  | 8,1      | 21,4    | -6,0                  | 15,4  |
| 2000 | 13,1            | 0,7         | 13,8  | 6,2      | 20,0    | -2,6                  | 17,4  |
| 2001 | 11,9            | 1,9         | 13,8  | 4,7      | 18,5    | -1,8                  | 16,7  |
| 2002 | 10,4            | 2,0         | 12,4  | 6,9      | 19,3    | -0,8                  | 18,5  |
| 2003 | 12,7            | 1,7         | 14,4  | 8,5      | 22,9    | -2,5                  | 20,4  |

Fonte: IBGE (CNs).

<sup>a</sup> Corresponde à equação poupança doméstica bruta = FBKF + variação de estoques - poupança externa, onde a poupança externa é igual ao resultado em conta corrente do BP com sinal trocado (superávit em conta corrente implica poupança externa negativa).

Finalmente, a terceira diferença importante entre as duas tabelas é que a Tabela 14 desagrega a poupança doméstica do setor privado entre empresas não-financeiras, empresas financeiras e famílias. Nesse sentido e lembrando que os dados da Tabela 14 vão só até 2003 — último ano para o qual foram divulgadas as CNs anuais completas —, observe-se que a poupança privada apresenta-se bastante estável, aumentando apenas 1,5 p.p. do PIB entre 1999 e 2003, enquanto há um grande aumento da poupança da administração pública, a rigor na forma de uma redução da despoupança de 3,5 p.p. do PIB entre 1999 e 2003. Essa decomposição da poupança doméstica entre os seus componentes privado e público difere substancialmente entre as Tabelas 12 e 14, o que reflete o fato de que, na Tabela 12, a poupança do governo adota o conceito de juros reais e, na Tabela 14, o de juros nominais, o que tende a implicar, nesse último caso, uma menor poupança pública. Esta se traduz em uma poupança privada maior, pela incorporação do componente implicitamente associado ao ajuste pela inflação à renda disponível do setor privado.

Esse elemento afeta naturalmente a desagregação da poupança privada. Mesmo assim, transparece um padrão diferenciado entre a poupança das famílias e a das empresas. Esta última é relativamente estável ao longo do período e, mesmo variando pouco, comporta-se de forma pró-cíclica, enquanto no mesmo

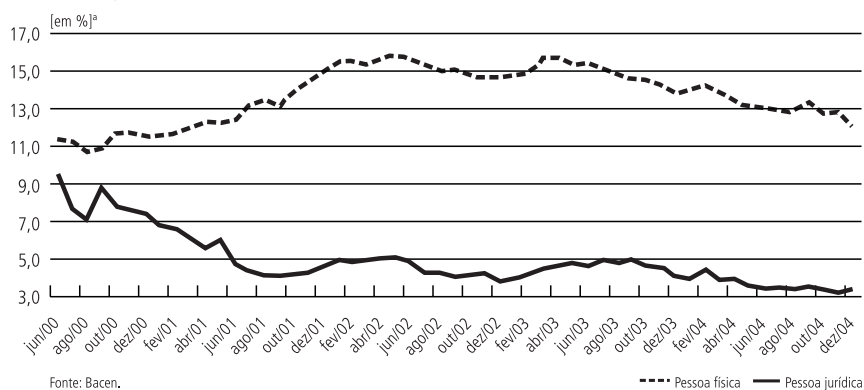
período a poupança das famílias é bastante volátil e responde, ainda que irregularmente, em sentido contrário ao ciclo econômico.

A Tabela 14 confirma o caráter pró-cíclico da poupança das empresas, mas surpreende ao mostrar uma resposta mais modesta do que a que caberia esperar. Com efeito, poucas coisas parecem ser tão estáveis, ao longo de um ciclo envolvendo fases de estagnação e expansão, quanto a poupança das empresas, que entre 1995 e 2003 oscila entre um mínimo da ordem de 12% do PIB e um máximo de aproximadamente 14% do PIB. Isso obriga a qualificar a crença de que caberia esperar uma resposta vigorosa da poupança das empresas em um contexto de crescimento. Mesmo assim, é válido supor que em 2004 essa variável tenha aumentado, com alguma ajuda adicional da melhora marginal dos termos de troca.<sup>30</sup>

Quanto às famílias, sem que haja um padrão inequívoco de comportamento, é razoável supor que os juros possam ter desempenhado um papel na dinâmica da variável, mas de um modo geral o que a Tabela 14 sugere é que elas pouparam menos nas fases de crescimento e se ajustaram nos períodos mais difíceis.

É interessante especular sobre o que pode ter acontecido no período em questão com alguns dos determinantes da poupança privada. Nesse sentido, o Gráfico 3 dá algumas pistas sobre o tema, mostrando o comportamento do percentual de inadimplência bancária a partir dos indicadores disponíveis no *site* do Bacen (junho de 2000). O dado mostra que a inadimplência das pessoas físicas elevou-se, na crise de 2001-2002, dos aproximadamente 11% de saldos em atraso acima de 15 dias em relação ao total no começo dessa série, em 2000,

GRÁFICO 3  
EVOLUÇÃO DA INADIMPLÊNCIA



30. Nas fases iniciais de uma retomada, a formação de poupança das empresas é facilitada pelo crescimento baseado na ocupação de capacidade, sem grandes pressões de custos, particularmente salariais (em geral, deprimidos na fase precedente). A produtividade tende a se recuperar, crescendo a participação das empresas na renda e o interesse em reter lucros para o financiamento de investimentos posteriores.

até o auge de 15% a 16% em 2002, caindo posteriormente até 12% no final de 2004. Por sua vez, no caso das pessoas jurídicas, houve uma redução praticamente contínua do mesmo conceito de inadimplência, dos 10% iniciais em 2000 até apenas 3% em 2004. Isso revela que famílias e empresas, seja pelos juros elevados, seja pela experiência do trauma das crises anteriores, reduziram sensivelmente a sua inadimplência — consumiram uma proporção menor das suas variáveis de renda — em 2003-2004. Essa explicação parece guardar alguma correspondência com a redução do consumo das famílias em relação ao PIB da Tabela 10 e o aumento da poupança privada na Tabela 12 entre 2002 e 2004, embora não se observe a mesma relação em anos anteriores.

A Tabela 15, elaborada com dados especificamente a partir de 1997, quando se inicia o aumento da arrecadação, mostra a origem do dado de poupança da administração pública da Tabela 14. Cabe lembrar que os fluxos de produto, renda, gasto e acumulação do setor público são detalhados nas contas anuais do IBGE nas chamadas “Contas intermediárias” das CNs. Destas, resulta uma estimativa de poupança pública, que é posteriormente ajustada na consolidação com os demais setores institucionais nas “Contas econômicas integradas”. Remanejamos então as rubricas da administração pública para um formato que permita gerar um resultado primário, de forma compatível com a contabilidade fiscal à qual a maioria dos analistas está acostumada, associada ao resultado da estatística dessa variável apurado pelo Bacen. Ao nos valeremos das CNs, enquadrando-as em uma moldura mais parecida com aquela com a qual a maioria dos economistas está familiarizada, preservamos o superávit primário como um elemento central da análise macroeconômica, porém mediante a explicitação das variáveis das CNs e abrangendo implicitamente, portanto, as receitas e despesas também dos estados e municípios, e não apenas do Governo Central. Em outras palavras, transportamos às CNs do setor público o conceito de resultado primário, para explicitar de forma “amigável” variáveis como carga tributária, transferências, investimentos e outros gastos que resumem os traços mais importantes da política fiscal. Dessa forma, podemos explicitar algumas das principais variáveis da política econômica e especular a respeito dos efeitos do ajuste fiscal sobre o setor privado. Isso facilita a extração de eventuais recomendações de política econômica.

A Tabela 15 é obtida, à luz dos comentários precedentes, como resultado do cotejo entre receitas e despesas.<sup>31</sup> Na Tabela 14, utiliza-se o conceito de poupança da administração pública correspondente à linha H da Tabela 15.

31. A receita total da Tabela 15 é superior à carga tributária convencional medida pelas CNs, pelo fato de incluir fontes adicionais de arrecadação, no item “outras receitas”, que não formam parte daquele conceito (ver nota ao pé da tabela). O conceito mais conhecido de carga tributária corresponde estritamente à linha de “impostos e contribuições efetivas” da citada tabela. Os especialistas estimam que essa variável tenha aumentado de 34,0% do PIB em 2003, para 34,0% a 34,5% em 2004.



TABELA 15  
**FORMAÇÃO DA POUPANÇA BRUTA DA ADMINISTRAÇÃO PÚBLICA**  
 [em % do PIB]

| Variáveis  | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|
| Total da receita (A)   | 29,7 | 30,7 | 32,4 | 33,0 | 34,9 | 36,6 | 36,8 |
| Impostos e contribuições efetivas                            | 28,6 | 29,3 | 31,0 | 31,6 | 33,4 | 34,9 | 34,0 |
| Outras receitas <sup>a</sup>                                 | 1,1  | 1,4  | 1,4  | 1,4  | 1,5  | 1,7  | 2,8  |
| Despesas correntes primárias (B)                             | 28,0 | 29,8 | 29,8 | 29,1 | 30,1 | 31,4 | 31,5 |
| Despesas de consumo final                                    | 18,2 | 19,1 | 19,1 | 19,0 | 19,3 | 20,1 | 19,9 |
| Outras despesas  | 9,8  | 10,7 | 10,7 | 10,1 | 10,8 | 11,3 | 11,6 |
| Subsídios  | 0,4  | 0,4  | 0,3  | 0,4  | 0,4  | 0,2  | 0,2  |
| Benefícios sociais e assistenciais                           | 12,6 | 14,3 | 14,4 | 14,5 | 14,5 | 14,7 | 14,8 |
| Ajustamento <sup>b</sup>                                     | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 0,3  | 0,6  | 0,7  | 0,7  |
| (–) Contribuições imputadas ao empregador — RJU <sup>c</sup> | –3,9 | –4,7 | –4,7 | –5,1 | –4,7 | –4,3 | –4,1 |
| Investimento da administração pública (C)                    | 2,0  | 2,8  | 1,7  | 1,9  | 2,2  | 2,2  | 1,7  |
| Superávit primário do governo                                |      |      |      |      |      |      |      |
| Conceito IBGE (D = A – B – C)                                | –0,3 | –1,9 | 0,9  | 2,0  | 2,6  | 3,0  | 3,6  |
| Conceito do Bacen (E)  | –1,0 | 0,4  | 2,6  | 2,4  | 2,7  | 3,2  | 3,4  |
| Juros líquidos   |      |      |      |      |      |      |      |
| Conceito nominal — IBGE (F)                                  | 4,3  | 5,2  | 8,6  | 6,5  | 6,6  | 6,0  | 7,8  |
| Conceito real — Bacen (G)                                    | 3,0  | 6,9  | 3,9  | 4,4  | 4,3  | 0,6  | 6,9  |
| Poupança bruta da administração pública                      |      |      |      |      |      |      |      |
| Conceito original — IBGE (H = A – B – F)                     | –2,6 | –4,3 | –6,0 | –2,6 | –1,8 | –0,8 | –2,5 |
| Conceito modificado — IBGE (I = A – B – G)                   | –1,3 | –6,0 | –1,3 | –0,5 | 0,5  | 4,6  | –1,6 |
| Equação (14): Tabela 12 (J)                                  | –2,0 | –3,7 | 0,4  | –0,1 | 0,6  | 4,8  | –1,8 |

Fonte: IBGE (desagregação institucional da administração pública, CNs).

<sup>a</sup> Dividendos, retiradas, renda da terra e de propriedade atribuída a detentores de apólices de seguros e transferências correntes líquidas.

<sup>b</sup> Ajustamento pela variação da participação líquida das famílias nos fundos de pensões, FGTS e PIS/Pasep.

<sup>c</sup> Nas contas intermediárias, o IBGE inclui uma receita “virtual” denominada “contribuições imputadas”, que representa o déficit previdenciário do funcionalismo (contribuições menos os benefícios do funcionalismo). Tal conta entra como custo imputado no valor da produção e, conseqüentemente, do consumo da administração pública. Optamos por incluir a variável no lado das despesas, subtraída do valor destas, para evitar uma dupla contagem com o total de benefícios pagos.

Por esse conceito, a Tabela 15 mostra a redução de 3,5 p.p. do PIB da despesa pública entre 1999 e 2003, em função basicamente de uma melhora na receita, da ordem de 4 p.p. do PIB entre esses dois pontos, que prevaleceu sobre a dinâmica da soma das despesas do governo, na forma de juros, subsídios, benefícios sociais e assistenciais e consumo do governo. Quando se estende a base de comparação a 1997 (após o qual a receita total aumenta de forma contínua), observa-se uma variação da receita total de quase 7 p.p. do PIB em seis anos, embora em um contexto de aumento da despesa corrente de mais de 3 p.p. do PIB entre os mesmos anos de 1997 e 2003.

Cabe lembrar que, na contabilidade nacional, as despesas com benefícios de previdência e assistência social são deduzidas da receita bruta para chegar ao conceito de receita líquida do governo — excluindo transferências às famílias — e que, portanto, o consumo do governo, nas CNs, não inclui as despesas com previdência e assistência social, entendidas como parte da renda disponível do setor privado.

As diversas estimativas de poupança diferem entre si, em parte pela divergência entre as estimativas de resultado primário, mas principalmente pela despesa de juros. A razão principal da divergência entre as trajetórias da poupança do governo nas Tabelas 12 e 15, além de outras diferenças metodológicas entre a poupança do governo extraída a partir da equação (14) do trabalho com base na contabilidade fiscal do Bacen e a tabela de geração de poupança pública nas CNs elaborada diretamente pelo IBGE, reside na evolução dos juros do Governo Central, estados e municípios. Pelo conceito de juros reais da estatística do Bacen, na Tabela 12, entre 1999 e 2003, eles aumentam 3,0 p.p. do PIB — deteriorando a poupança —, enquanto pelo conceito nominal do IBGE, na Tabela 15, os juros diminuem quase 1 p.p. do PIB, o que, com o resultado líquido das variações de receitas e despesas, explica a melhora da linha H dessa tabela.<sup>32</sup> Ressalte-se também que, em épocas anteriores, adicionalmente havia diferenças importantes entre o resultado primário apurado pelo IBGE para o governo — Governo Central, estados e municípios — e o calculado pelo Bacen, sem as empresas estatais, mas que, como se constata na tabela, as diferenças têm diminuído muito nos últimos anos.<sup>33</sup> A Tabela 15 incorpora também a linha I com o conceito modificado de poupança do IBGE, resultante do cotejo entre receitas e despesas primárias, diferença essa da qual se deduzem não os juros nominais

32. Na comparação entre os dados de juros nominais e reais da Tabela 15, chama a atenção a diferença observada em 1998, de sinal oposto ao esperado, o que sugere haver algum problema com o dado. De qualquer forma, a comparação que nos interessa, visto ter se iniciado aí o processo de ajuste, é com os dados a partir de 1999.

33. Algumas diferenças entre o resultado primário obtido pelo critério do IBGE e o obtido pelo Bacen para o universo de Governo Central, estados e municípios se devem a itens como aquisição de terrenos, ativos intangíveis e transferências líquidas de capital que o Bacen inclui como despesas, o que não ocorre na estatística do IBGE.

do IBGE e sim os juros reais do Bacen. Infelizmente, não é possível refazer a Tabela 14, à luz dos conceitos alternativos de poupança, por não sabermos como a modificação no conceito de juros utilizada no cômputo da poupança se distribuiria entre as empresas e as famílias.

O que temos, em suma, é um expressivo ajuste primário na administração pública, entre 1997 e 2003, de 3,9 p.p. do PIB pelo conceito do IBGE e de 4,4 p.p. do PIB pelo resultado do Bacen associado a Governo Central, estados e municípios, apoiado em um substancial incremento da receita, que ultrapassou um aumento também importante da despesa corrente. O ganho da poupança pública não teve correspondência com o resultado primário, primeiro, porque parte do ajuste obedeceu a uma contração do investimento público e, segundo, pela persistência do fenômeno dos juros elevados, que fez a despesa com juros em 2003 ser maior que a de 1997 nos dois conceitos utilizados na Tabela 15. Todavia, em face da queda dos juros reais em 2004, acreditamos que, quando o IBGE divulgar os dados referentes a este último ano, deverá ser constatado um avanço importante da poupança pública, qualquer que seja a metodologia de estimação.

A essa altura, cabe então fazer uma conexão entre a poupança privada e a pública. O perfil do ajuste fiscal observado nos últimos anos — aumento simultâneo da receita e dos gastos — foi eficaz em aumentar a poupança pública. Os efeitos de tal perfil na poupança privada, contudo, são menos claros. Em particular, a carga tributária aumentou, acomodando em parte transferências reais — previdenciárias e assistenciais — e financeiras — juros — feitas ao setor privado. A tributação retira renda disponível privada, enquanto as transferências com juros beneficiam setores tipicamente “poupadores” e as maiores despesas com previdência e assistência social transferem renda, pelo contrário, a setores com elevada propensão a consumir.

Há, portanto, efeitos redistributivos intrínsecos a esses movimentos, cujo resultado líquido é difícil avaliar. Fica evidente que, se por um lado a maior poupança pública pode afetar negativamente a poupança privada, sua composição também é importante para a determinação desta. Pode-se pensar em um conjunto de circunstâncias que, sendo neutras em termos do resultado da poupança pública, acabam afetando a poupança privada. Esse pode ser o caso, por exemplo, em que uma carga tributária maior pode acomodar uma despesa primária maior. O desfecho é, então, uma queda da renda de setores poupadores, com um maior consumo (seja público ou privado, nesse caso pela via de maiores transferências). Essa é, precisamente, uma história que guarda uma relação evidente com as características básicas do processo de ajuste fiscal observado no Brasil nos últimos anos da década passada e primeiros da década atual. O mesmo raciocínio vale para os potenciais efeitos de uma queda dos juros e da

relação dívida pública/PIB nos próximos anos: um possível círculo virtuoso de crescimento maior e juros menores abriria espaço para menores metas de superávit primário. Dependendo de como esse espaço seja utilizado, pode haver um efeito adverso sobre a poupança privada.

Um cenário que coroe uma administração fiscalmente responsável deve ser celebrado. Entretanto, é preciso alertar para a necessidade de políticas que evitem uma deterioração da poupança privada; esta é chave para vencer o desafio de ampliar a geração da poupança doméstica. A ênfase nesse ponto contrasta com o foco dominante na dívida pública. O ponto que queremos ressaltar é que, tão importante como a questão de quanto o governo poupa, é como ele o faz.

Embora as diferenças entre as Tabelas 12 e 15 possam induzir algum grau de confusão entre os conceitos, de tudo o que foi dito podem ser extraídas as seguintes conclusões:

- a partir de 1999, houve um aumento significativo da poupança doméstica;
- como o cálculo das poupanças pública e privada é sensível ao conceito de juros utilizado na definição da poupança pública, a utilização de uma contabilização nominal ou real dessa variável gera diferentes trajetórias para a poupança pública e, conseqüentemente, também para a poupança privada;
- de qualquer forma, depois de 1999 houve uma queda significativa do consumo total — público e privado — como proporção do PIB, favorecendo um incremento da poupança doméstica;
- observando o comportamento da poupança das famílias, não é certo que esta aumente em um contexto de recuperação econômica. Em particular, um cenário de recuperação, com maior confiança, aumento do crédito e redução dos juros, pode até mesmo afetar negativamente essa variável, requerendo estrito monitoramento das autoridades para evitar uma expansão excessiva do crédito;
- a poupança das empresas deve aumentar em resposta ao maior crescimento, mas a experiência recomenda não guardar expectativas elevadas, à luz dos dados dos últimos dez anos;
- no que diz respeito aos determinantes da poupança pública, o efeito do aumento das receitas a partir de 1999 predominou sobre a evolução das despesas, pela contabilidade do IBGE. Entre 1999 e 2003, houve aumento de 4,4 p.p. do PIB da receita (Tabela 15); 0,8 p.p. do PIB de aumento do consumo do governo; e 0,9 p.p. do PIB de aumento das outras despesas; e
- se o governo acompanha apenas a dívida pública e a geração de poupança pública, ele pode não ver problemas em financiar gastos correntes com mais

impostos e/ou menores despesas financeiras, mas uma dinâmica favorável da dívida pública e uma mesma poupança pública podem estar encobrindo uma deterioração da poupança privada.

Considerando que, de um modo geral, as “outras despesas” das despesas correntes primárias na Tabela 15 representam transferências às famílias que afetam o consumo privado nas CNs e tiveram um incremento da ordem de 1 p.p. do PIB entre 1999 e 2003, o fato de nesse mesmo período o consumo privado na Tabela 10 ter diminuído 6 pontos do PIB mostra que os outros determinantes do consumo privado foram particularmente afetados pela dimensão do ajustamento do período. A prescrição natural para o futuro é dar continuidade ao ajustamento da poupança do setor público e, ao mesmo tempo, evitar que ocorra uma reversão na trajetória da relação entre o consumo das famílias e o PIB, que implique uma deterioração da poupança privada.

### 9 A VIABILIDADE DE UMA FBKF DE 25% DO PIB

Para compreender melhor as possibilidades de uma reversão da situação externa, caracterizada por superávits em conta corrente do BP, é útil observar a Tabela 16. Ela mostra o processo de redução da dívida externa líquida total do país a partir de 1999, fruto do ajustamento externo feito: entre dezembro daquele ano e dezembro de 2004, a dívida externa líquida total do país diminuiu em torno de US\$ 41 bilhões. No caso da dívida privada, em função de um processo contínuo e, no caso da dívida externa líquida do setor público, devido à queda observada em 2003 e 2004, depois dos aumentos registrados até 2002.

O Brasil tem corrigido nos anos recentes, graças a uma combinação de aumento das exportações e pagamento da dívida externa em termos absolutos, o processo de sobreendividamento externo verificado nos primeiros anos do Plano Real, quando a relação dívida externa líquida/exportações de bens aumentou de 2,3 em 1995 para 3,9 em 1999. Depois disso, esse coeficiente caiu sistematicamente nos últimos cinco anos, chegando a 1,5 em 2004 — o menor nível dos últimos 30 anos (Gráfico 4).

Um país em desenvolvimento se transformar em exportador líquido de capitais, ao gerar superávits em conta corrente, não deixa de ser uma situação anômala. É algo natural quando o resto do mundo requer o pagamento líquido de uma parte das amortizações que vão vencendo. Mesmo se o mundo está disposto a renovar o crédito, sustentar superávits em conta corrente pode até ser recomendável por um tempo, quando se parte de uma situação de elevado endividamento externo, que deixa o país vulnerável. Essa era claramente a situação do Brasil em 1999. A situação experimentada a partir de 2003, quando o país se tornou superavitário na sua conta corrente do BP, trouxe claros benefícios

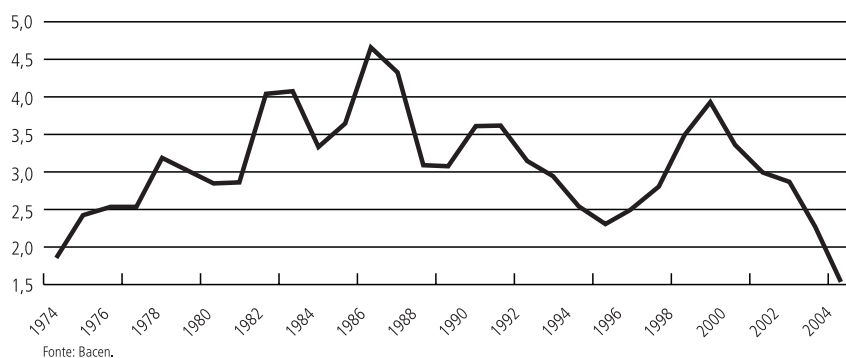
TABELA 16  
**ENDIVIDAMENTO EXTERNO BRASILEIRO: DEZEMBRO — 1997-2004**  
 [em US\$ bilhões]

| Composição                 | 1997  | 1998  | 1999  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Dívida externa total       | 200,0 | 223,8 | 225,6 | 216,9 | 209,9 | 210,7 | 214,9 | 201,4 |
| Curto prazo                | 36,7  | 26,3  | 26,6  | 27,4  | 27,6  | 23,4  | 20,2  | 18,8  |
| Setor privado <sup>a</sup> | 31,0  | 22,9  | 23,3  | 24,8  | 27,2  | 23,3  | 20,2  | 18,8  |
| Setor público              | 5,7   | 3,4   | 3,3   | 2,6   | 0,4   | 0,1   | 0,0   | 0,0   |
| Médio/longo prazo          | 163,3 | 197,5 | 199,0 | 189,5 | 182,3 | 187,3 | 194,7 | 182,6 |
| Setor privado <sup>a</sup> | 83,3  | 105,5 | 101,6 | 99,7  | 89,5  | 77,0  | 74,9  | 67,9  |
| Setor público              | 80,0  | 92,0  | 97,4  | 89,8  | 92,8  | 110,3 | 119,8 | 114,7 |
| Memo: Reservas             | 52,2  | 44,6  | 36,3  | 33,0  | 35,9  | 37,8  | 49,3  | 52,9  |
| Dívida externa líquida     | 147,8 | 179,2 | 189,3 | 183,9 | 174,0 | 172,9 | 165,6 | 148,5 |
| Setor privado <sup>a</sup> | 114,3 | 128,4 | 124,9 | 124,5 | 116,7 | 100,3 | 95,1  | 86,7  |
| Setor público              | 33,5  | 50,8  | 64,4  | 59,4  | 57,3  | 72,6  | 70,5  | 61,8  |

Fonte: Bacen.

<sup>a</sup> Inclui setor público financeiro.

GRÁFICO 4  
**BRASIL: DÍVIDA EXTERNA LÍQUIDA/EXPORTAÇÕES DE BENS — 1974-2004**



em termos da evolução dos indicadores de vulnerabilidade externa, inequivocamente muito mais confortáveis hoje do que há alguns anos. Corrigido esse processo, porém, não há por que conservar esses superávits indefinidamente.

Se superávits em conta corrente e mesmo o equilíbrio nessa rubrica não são recomendáveis a longo prazo, ao mesmo tempo em que é público e notório que déficits elevados como os de 1995-1998 geram uma vulnerabilidade potencial indesejável, a pergunta natural que cabe fazer é: qual o limite adequado para o déficit em conta corrente brasileiro, a médio prazo?

Em resposta, é útil fazer um exercício como o que é proposto a seguir. Considera-se a soma da dívida externa líquida com o estoque de capital estrangeiro investido no país na forma de fluxos acumulados de Investimento Direto Estrangeiro (IDE) descontado o estoque de investimento brasileiro no exterior. Essa soma representa, portanto, o passivo líquido externo total do país ( $P$ ). Variações de  $P$  são a contrapartida do resultado em conta corrente do BP: se há um déficit em conta corrente (DCC),  $P$  aumenta — seja pelo maior endividamento externo e/ou pela entrada líquida de IDE — e, quando há superávits,  $P$  diminui. Portanto, por definição:

$$P = P_{(-1)} + DCC \quad (18)$$

onde o símbolo  $(-1)$  indica defasagem. Para comparar os valores das variáveis em US\$, considera-se o crescimento nominal do PIB medido em US\$ ( $y$ ) combinando a variação real e alguma inflação externa:

$$Y = Y_{(-1)} \cdot (1 + y) \quad (19)$$

Caso se queira conservar a relação entre esse passivo e o PIB ( $Y$ ) haveria então uma relação  $p = (P/Y)$  constante ao longo do tempo. Nesse caso, dividindo (18) pelo PIB de (19) e dado que, nesse caso, então,  $P/Y = P_{(-1)}/Y_{(-1)}$  chega-se, após alguns algebrismos, a:

$$a = p \cdot y / (1 + y) \quad (20)$$

onde  $a$ , nesse caso, é igual à relação  $DCC/Y$  que é necessário conservar ao longo do tempo para manter a constância de  $p$ .

No caso brasileiro, em dezembro de 2004 a dívida externa líquida era de US\$ 149 bilhões, enquanto a posição internacional líquida de investimento, sem contar a própria dívida, no mesmo ano, era de US\$ 95 bilhões.<sup>34</sup> Assumiu-se

34. Correspondente à diferença entre ativos do resto do mundo no país na forma de investimento direto e investimentos em ações no Brasil (US\$ 148 bilhões) e ativos de brasileiros no exterior nas rubricas análogas (US\$ 53 bilhões) em 2004. Dados extraídos dos Quadros LVI e LVI-A da Nota para a Imprensa do Banco Central — Setor externo, de março de 2005.

então um passivo líquido externo total  $P$  de US\$ 244 bilhões em 2004, ou 40% do PIB em relação a um PIB estimado em pouco mais de US\$ 600 bilhões no mesmo ano.

Adotando um crescimento do PIB em US\$ de 6,5% a.a., correspondente, *grosso modo*, a um crescimento real do PIB de 4% e uma inflação externa de 2,5%, um valor de  $p = 0,40$  em (20) seria consistente com um déficit em conta corrente de equilíbrio de até 2,4% do PIB ( $a = 0,024$ ). Admitindo, porém, que o sobreendividamento dos anos posteriores ao real continue sendo corrigido, de modo que a relação  $P/Y$  continue caindo, o valor de  $p$  no futuro seria menor que o de hoje. A longo prazo, portanto, pode-se admitir como razoável um valor do  $DCC$  entre 1% e 2% do PIB ( $0,01 \leq a \leq 0,02$ ). A médio prazo, porém, por exemplo, até 2010, enquanto o processo de sobreendividamento é corrigido, pode ser conveniente limitar esse déficit a 1% do PIB.

Vejamos agora como isso se relaciona com o ponto que nos interessa destacar nesta seção, que é a viabilidade de atingir até 2010 uma taxa de investimento da ordem de 26% a 27% do PIB. Lembremos que, na equação da composição do PIB em (3), a FBKF ( $F$ ) e o saldo de transações reais com o exterior ( $X - M$ ) são ambos parte da demanda agregada. Significa que, mantidos os demais elementos constantes, um aumento da FBKF como proporção do PIB está associado a uma redução da relação  $(X - M)/Y$ . Por outro lado, invertendo (4), tem-se:

$$(X - M) = RLE - DCC \quad (21)$$

Quer dizer, a necessidade de ter exportações líquidas de bens e serviços não-fatores depende da renda líquida enviada ao exterior e da disponibilidade de recursos externos para financiar o  $DCC$ . Se nos próximos anos as transferências ao exterior diminuírem, devido à queda da relação  $P/Y$  decorrente do próprio ajustamento externo, e o superávit em conta corrente se transformar em um déficit, as exportações reais líquidas poderão diminuir duplamente como proporção do PIB, abrindo espaço para a FBKF na composição da demanda agregada. Isto posto, podemos definir  $DCC$  como:

$$DCC = i \cdot P_{(-1)} - (X - M) - T \quad (22)$$

onde  $i$  é uma taxa média ponderada de remuneração dos ativos do exterior no país  $P$  em US\$ e  $T$  é a transferência líquida recebida pelo país.<sup>35</sup> Dado um valor exógeno — mas passível de mudar com o tempo — para  $a = DCC/Y$ ,

35. Transferências correntes líquidas recebidas do exterior, incluindo a remuneração dos empregados não-residentes líquida recebida. Representa a primeira coluna da Tabela 1. Observe-se que  $[i \cdot P_{(-1)} - T] = RLE$  em (1). O termo  $[i \cdot P_{(-1)}]$  representa a segunda coluna da Tabela 1, em módulo.



definindo  $h = (X - M)/Y$  e  $t = T/Y$  e dividindo (22) pelo PIB, conclui-se, após alguns algebrismos, que, para cada ano,

$$h = i \cdot p_{(-1)} / (1 + y) - a - t \quad (23)$$

o que, definindo o pagamento de rendas como fração do PIB,  $r = [i \cdot P_{(-1)} / Y]$ , implica que:

$$a = r - h - t \quad (24)$$

Com base em (23) e em algumas hipóteses, elaborou-se então a Tabela 17.

Nela, adotou-se uma remuneração de  $P$  de 9%.<sup>36</sup> Assumiu-se também uma hipótese de variação do PIB em US\$, já citada, de 6,5% e transferências unilaterais ao país de 0,6% do PIB, como em 2002-2004 (Tabela 1). Dada a premissa de que o resultado em conta corrente — determinado, por hipótese, exogenamente — passaria de um superávit de 1,9% do PIB em 2004, para um déficit de 1,0% nos próximos quatro anos e seria mantido nesse nível até o final da década, a combinação de hipóteses e a dinâmica de  $p$  ao longo do tempo permitem gerar o valor de  $(X - M)/Y$ , ou seja, de  $h$ , em (23). Podemos

TABELA 17  
CENÁRIO PARA O SALDO DE TRANSAÇÕES REAIS COM O EXTERIOR  
[em % do PIB]

| Ano  | Hipóteses |     |     |      | Resultados |     |      |
|------|-----------|-----|-----|------|------------|-----|------|
|      | $i$       | $y$ | $t$ | $a$  | $r$        | $h$ | $p$  |
| 2004 |           |     | 0,6 | -1,9 | 3,3        | 4,6 | 40,0 |
| 2005 | 9,0       | 6,5 | 0,6 | -1,0 | 3,4        | 3,8 | 36,6 |
| 2006 | 9,0       | 6,5 | 0,6 | -0,5 | 3,1        | 3,0 | 33,8 |
| 2007 | 9,0       | 6,5 | 0,6 | 0,0  | 2,9        | 2,3 | 31,8 |
| 2008 | 9,0       | 6,5 | 0,6 | 0,5  | 2,7        | 1,6 | 30,3 |
| 2009 | 9,0       | 6,5 | 0,6 | 1,0  | 2,6        | 1,0 | 29,5 |
| 2010 | 9,0       | 6,5 | 0,6 | 1,0  | 2,5        | 0,9 | 28,7 |

Fonte: Elaboração própria (ver texto).

Obs.:  $a = r - h - t$ .

36. Essa taxa é similar ao custo médio esperado da dívida externa líquida do país em 2005, obtido mediante a divisão da despesa líquida de juros do BP em 2005 estimada pelo Bacen, de aproximadamente US\$ 13,5 bilhões, pela dívida externa líquida do país em dezembro de 2004, de pouco menos de US\$ 150 bilhões.

ver então na Tabela 17 que as exportações reais líquidas do país diminuiriam ao longo do tempo, por duas razões. Por um lado, porque o pagamento de rendas ( $r$ ) cairia ao longo do tempo em 0,8% do PIB, devido à queda gradativa da relação  $P/Y$ ,<sup>37</sup> e, por outro, porque o resultado em conta corrente sofreria uma mudança de 2,9 p.p. do PIB entre 2004 e 2009. O resultado disso é que, até o final da década, o valor de  $(X - M)$  na composição da demanda agregada em (3) poderia diminuir em quase 4 p.p. do PIB, abrindo espaço para o aumento da FBKF.

O componente restante para aumentar a FBKF de 20% do PIB em 2004 para os almeçados 25% a 26% em 2010 deveria vir do aumento da poupança doméstica associado a uma perda de participação do consumo total do PIB. Lembremos que, como se vê na Tabela 10, o consumo total — soma de consumo do governo e das famílias — foi de 74% do PIB em 2004. Nos cinco anos do período de ajustamento 1999-2004, esse consumo total teve um crescimento real anual médio de 1,3%, ante um crescimento médio do PIB de 2,7% a.a. Se nos seis anos entre 2004 e 2010 o consumo total crescesse substancialmente acima da média dos últimos anos, por exemplo 3,5% a.a., porém abaixo do crescimento anual do PIB de 4,0%, admitindo que os preços relativos se conservem, então o consumo total poderia cair para aproximadamente 72% do PIB até o final da década, viabilizando o aumento da poupança doméstica nos próximos anos, dando continuidade ao movimento mostrado na Tabela 10.<sup>38</sup>

A transformação de uma queda do superávit em transações reais com o exterior, em um incremento do coeficiente FBKF/PIB não seria automática e teria de ter uma correspondência no comportamento de alguns preços que contribuam para viabilizar esse movimento. Em particular, isso deveria estar associado a um comportamento da taxa de câmbio real consistente com o aumento das importações ligado ao incremento da demanda por máquinas e equipamentos importados, bem como a uma trajetória da taxa de juros que se coadune com a recuperação dos investimentos. Ao mesmo tempo, demandaria controlar a expansão do crédito — mediante um uso parcimonioso do instrumento dos

37. No raciocínio feito na seção, assume-se implicitamente que toda a variação da renda nacional associada a essa redução das transferências reais ao exterior é poupada. Isso não necessariamente será correto, se parte desse "delta", na prática, for consumido. Uma forma de conciliar a hipótese com a realidade seria entender que a redução da dívida externa da qual resulte um menor pagamento de juros se daria basicamente através de uma diminuição da dívida pública e que o governo pouparia na íntegra os recursos que deixariam de ser enviados ao exterior na forma de juros da sua dívida externa. A rigor, não foi isso que ocorreu nos últimos anos, mas o exercício feito mostra o potencial virtuoso que haveria em um cenário como o adotado.

38. A poupança doméstica poderia aumentar ao todo 3 pontos do PIB, aproximadamente, entre 2004 e 2010, sendo em torno de 1 p.p. do PIB pela menor despesa com o pagamento de rendas ao exterior ( $r$ ) na Tabela 17, que ampliaria a renda disponível bruta na equação (1) do trabalho; e em torno de 2 pontos do PIB pela queda da relação consumo total/PIB na equação (2). A isso se somaria o deslocamento da poupança externa da ordem de 3 pontos do PIB em relação a 2004, pela transformação de uma despoupança externa de quase 2% do PIB naquele ano, em poupança positiva, dada a premissa de um déficit em conta corrente de 1% do PIB até o final da década.

compulsórios — para evitar que este estimule um incremento excessivo do consumo, acomodando assim o aumento da participação da FBKF no PIB.

Em resumo, procuramos argumentar que, em função do raciocínio desenvolvido, o desafio de elevar a FBKF nos próximos anos, dos 20% de 2004 até 25% a 26% do PIB, afigura-se como viável, uma vez que o ajustamento da poupança doméstica já foi em boa parte feito. Resta agora: *a)* transitar gradualmente rumo a uma situação normal em que a poupança externa volte a ser moderadamente positiva; e *b)* controlar a expansão do consumo, de modo que sua evolução, que continuaria a aumentar, porém abaixo do crescimento do PIB, seja consistente com uma queda da relação consumo/PIB e um aumento da poupança doméstica da economia.

## 10 POLÍTICAS PARA A RECUPERAÇÃO DA FORMAÇÃO DE CAPITAL

Cabe agora avaliar que políticas seriam adequadas para se conseguir atingir os objetivos mencionados no final da seção anterior. Por estar além do escopo deste artigo, não iremos tratar aqui do tema da energia, admitindo que o marco regulatório do setor elétrico permitirá que, com base nos investimentos privados ou nos estatais, haverá oferta de energia em condições de satisfazer a demanda até o final da década. É óbvio, porém, que se a premissa se revelar equivocada, a repetição de um quadro de restrição de oferta como o de 2001 afetará negativamente o desempenho da economia e, conseqüentemente, também o investimento. A seção trata basicamente dos requisitos para que seja viabilizado um aumento da poupança total da economia.

Um ponto fundamental de qualquer agenda que tenha esse objetivo terá de ser a mudança de composição da despesa pública, que abra espaço para o aumento dos investimentos.<sup>39</sup> As Tabelas 18 e 19 mostram, para premissas realistas referentes a 2005, que nos últimos 11 anos houve políticas fiscais claramente expansionistas: no período 1995-2005, enquanto o PIB terá crescido a uma média anual de 2,5%, o gasto primário total do governo central terá aumentado em termos reais 5,2% a.a., fortemente concentrado nas despesas correntes. É fundamental reverter esse quadro, abrindo espaço para, ao mesmo tempo, diminuir a participação do gasto público primário federal no PIB — que aumentou de 17% em 1994 para 22% 11 anos depois — e elevar a participação do investimento federal, o que requer um esforço duplo de redução da relação gasto corrente/PIB.

39. Nesta seção, iremos trabalhar com as categorias de gasto das estatísticas da Secretaria do Tesouro Nacional (STN), por conterem uma forma de desagregação que não está presente nas CNs. É evidente, porém, que as propostas aqui feitas teriam uma contrapartida na dinâmica das variáveis de despesa referidas na Tabela 15. Pode-se questionar o fato de que no artigo trabalhamos com categorias diferentes em seções diferentes, mas o problema reside não no artigo e sim na dificuldade de compatibilizar as estatísticas do IBGE com as da STN.

TABELA 18  
**TAXAS DE VARIAÇÃO REAL DO GASTO PRIMÁRIO FEDERAL**  
 [em % a.a.]

| Componentes                           | 1995-1998 | 1999-2002 | 2003-2005 |
|---------------------------------------|-----------|-----------|-----------|
| Transferências a estados e municípios | 6,6       | 11,0      | 1,7       |
| Pessoal                               | 2,0       | 4,2       | -2,0      |
| INSS                                  | 7,4       | 5,0       | 7,1       |
| Outras despesas de custeio e capital  | 12,3      | 0,7       | 3,9       |
| Total                                 | 7,0       | 4,6       | 3,1       |
| PIB                                   | 2,6       | 2,1       | 3,1       |

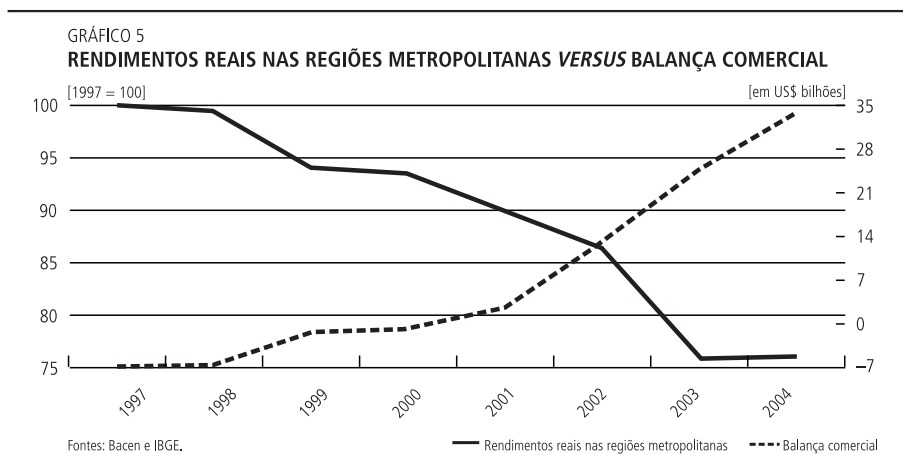
Fonte: STN. Deflator: deflator implícito do PIB. Para 2005, dado do decreto de reprogramação do Poder Executivo de março de 2005.

TABELA 19  
**DESPESA PRIMÁRIA DO GOVERNO CENTRAL**  
 [em % do PIB]

| Componentes                           | 1994 | 1998 | 2002 | 2005 |
|---------------------------------------|------|------|------|------|
| Transferências a estados e municípios | 2,5  | 3,0  | 4,2  | 4,1  |
| Pessoal                               | 5,1  | 5,0  | 5,5  | 4,7  |
| INSS                                  | 4,9  | 5,8  | 6,5  | 7,3  |
| Outras despesas de custeio e capital  | 4,0  | 5,7  | 5,4  | 5,5  |
| Total                                 | 16,5 | 19,5 | 21,6 | 21,6 |

Fonte: STN. Para 2005, dado do decreto de reprogramação do Poder Executivo de março de 2005.

Como parte desse esforço de ajustamento, é preciso reverter o quadro previdenciário registrado desde o início do Plano Real. O Gráfico 5 mostra o que aconteceu com os rendimentos médios reais nas regiões metropolitanas a partir do começo do ajuste externo, que a rigor se iniciou em 1998, quando houve já uma certa desvalorização real, ainda que tímida. Observe-se que a queda dos rendimentos reais foi a contrapartida do ajuste externo, o que corresponde a um quadro típico de livro-texto em situações de ajustamento externo, em que este se dá à custa da deterioração do salário real. Entre 1997 e 2004, o rendimento médio real nas regiões metropolitanas medido pelo IBGE caiu um total acumulado de 24%, no mesmo período em que a Balança Comercial passou de um déficit de US\$ 7 bilhões para um superávit de US\$ 34 bilhões. Salta aos olhos que essas variáveis estão correlacionadas com o movimento declinante do consumo como proporção do PIB na Tabela 10.



Paralelamente a isso, o salário mínimo continuava tendo aumentos reais, que nos dez anos 1995-2004 atingiram um total acumulado de 57% (Tabela 20). Esse dado é particularmente importante, pois em 2003, dos 21,9 milhões de benefícios emitidos pelo INSS, 13,7 milhões — 63% do total — foram benefícios no valor exato de um salário mínimo [Aeps (2003)].

O fenômeno do aumento real do salário mínimo, combinado com o elevado peso daqueles que recebem o piso na composição do total de benefícios do INSS, gerou em consequência uma tendência ao aumento do valor real do benefício médio, uma vez que, se aproximadamente 2/3 dos indivíduos que recebem benefícios têm aumentos reais, ao mesmo tempo em que os demais têm os benefícios reajustados pela inflação, o benefício *per capita* se eleva com o passar do tempo. Foi exatamente o que ocorreu entre 1997 e 2003, quando essa variável aumentou em torno de 20% em termos reais (Gráfico 6). O contraste entre a evolução do rendimento médio real das regiões metropolitanas do Gráfico 5 e a evolução do benefício médio captado pelo *Anuário Estatístico da Previdência Social* do Gráfico 6 não poderia ser mais eloqüente.

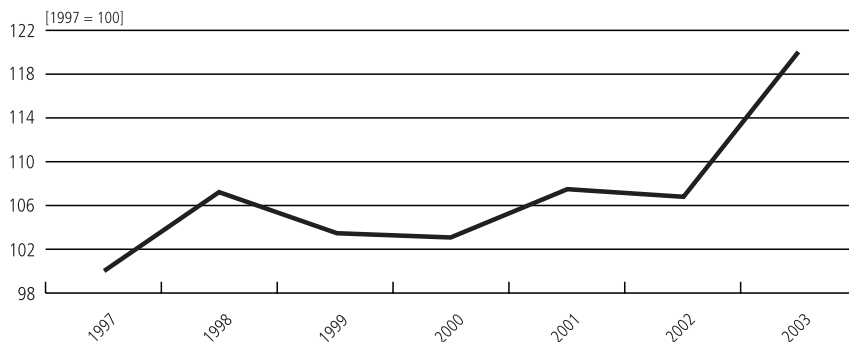
TABELA 20  
VARIÇÃO REAL MÉDIA DO SALÁRIO MÍNIMO  
[em % a.a.]

| Período                | Variação do IPCA | Variação do salário mínimo |      |
|------------------------|------------------|----------------------------|------|
|                        |                  | Nominal                    | Real |
| 1995-2004 <sup>a</sup> | 9,0              | 14,0                       | 4,6  |

Fontes: IBGE e Ministério do Trabalho.

<sup>a</sup> Variação dezembro/dezembro. Deflator: IPCA.

GRÁFICO 6  
EVOLUÇÃO REAL DO BENEFÍCIO MÉDIO — DEZEMBRO

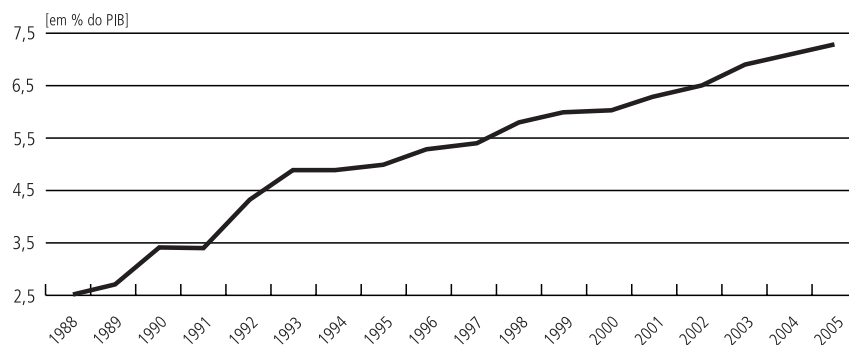


Fonte: Elaboração própria com base no Anuário Estatístico da Previdência Social.  
Deflator: IPCA.

A combinação de aumento da remuneração para quem ganha o piso previdenciário com a expansão contínua do número de beneficiados, associada a regras benevolentes de aposentadoria e a um crescimento do PIB relativamente baixo ao longo dos últimos 15 a 20 anos gerou a trajetória das despesas do INSS retratada no Gráfico 7, que tem a seguinte característica:<sup>40</sup> desde 1988, não houve um único ano até agora no qual a relação gasto do INSS/PIB tenha sido inferior à do ano anterior. Nesse período de 17 anos, a despesa com aposentadorias e pensões passou de 2,5% do PIB para 7,3%.

O fato tem conseqüências macroeconômicas importantes, pois trata-se de uma transferência crescente de renda para uma parcela da sociedade com propensão a consumir próxima de 100%, pela ausência de incentivos para

GRÁFICO 7  
DESPESAS DO INSS — 1988-2005



Fonte: Ministério da Previdência Social.

40. O dado de 2005 é o que consta no decreto de reprogramação do Poder Executivo de março de 2005 para o ano.

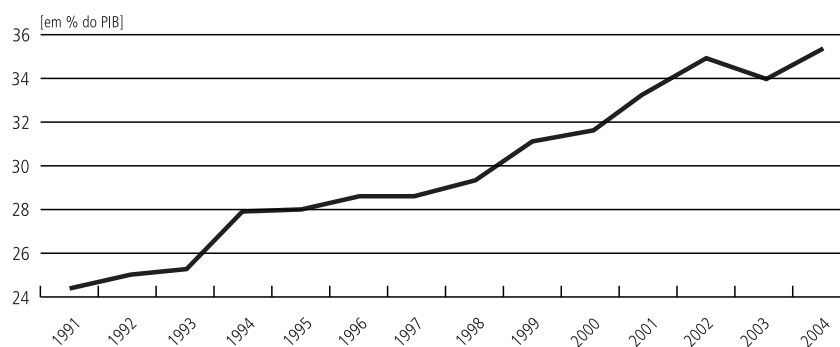
poupar, em função do próprio ciclo de vida. Observe-se que essas transferências são captadas no item “outras despesas correntes” da Tabela 15, que afeta a poupança e o resultado primário do governo. A isso se adiciona a circunstância de que também nos últimos dez anos, após o Plano Real, houve uma explosão dos benefícios assistenciais, atualmente captados nas estatísticas fiscais na rubrica “outras despesas de custeio e capital” (OCC) e que se soma ao aumento dos gastos do INSS. Entre 1994 e 2003, enquanto o número de benefícios previdenciários aumentou 3,2% a.a., os benefícios assistenciais cresceram, em termos físicos, nada menos que 5,8% a.a. (Tabela 21).<sup>41</sup> Esse conjunto de fatores foi financiado por aumentos sucessivos da carga tributária, mas o processo parece ter atingido um limite, após esta ter passado de 28% do PIB em 1994 para aproximadamente 35% do PIB em 2004 (Gráfico 8).

TABELA 21  
TAXA DE VARIAÇÃO DA QUANTIDADE DE BENEFÍCIOS EM MANUTENÇÃO — 1994-2003  
[em % a.a.]

| Tipo de benefício | Taxa de crescimento médio do número de benefícios |
|-------------------|---|
| Previdenciários   | 3,3   |
| Acidentários      | 3,2   |
| Assistenciais     | 5,8   |
| Total             | 3,5   |
| Urbanos           | 5,1   |
| Rurais            | 1,0   |

Fonte: Anuário Estatístico da Previdência Social (vários anos).

GRÁFICO 8  
CARGA TRIBUTÁRIA: CONTAS NACIONAIS



41. Trata-se da soma de Rendas Mensais Vitalícias (RMV) e benefícios da Lei Orgânica da Assistência Social (Loas).

Será difícil, em um contexto em que se pretende que o rendimento real aumente, invertendo o processo mostrado no Gráfico 5, que o consumo agregado diminua como proporção do PIB, caso o fenômeno referente à despesa previdenciária se mantenha.<sup>42</sup> Reverter o processo mostrado no Gráfico 6 e na Tabela 21 requer que as políticas públicas futuras sejam desenhadas de modo a diminuir o ritmo de concessão de benefícios e a realizar uma reforma da Previdência Social que permita diminuir a relação entre a despesa do INSS e o PIB, mediante uma extensão do período contributivo.<sup>43</sup>

Além da continuidade do ajuste fiscal para aumentar a poupança pública, as políticas nos próximos anos terão de contemplar necessariamente a moderação do aumento do consumo privado, sob pena de que o objetivo de aumentar a poupança doméstica seja comprometido. Isso também coloca limites claros a programas distributivos de transferência de renda a grupos com propensão a consumir próxima a 100%, pois conspiram em favor de um aumento da propensão média a consumir da sociedade, exatamente o oposto do que se deveria pretender para financiar um aumento da taxa de investimento.

Adicionalmente, seria importante que as políticas governamentais se tornassem mais eficientes no sentido de captar uma proporção maior do IDE realizado no mundo, que tem caído substancialmente nos últimos anos. Mesmo quando se desconta o ingresso de recursos para a aquisição de empresas privatizadas — tipicamente *once and for all* —, na média do período 1997-2002 a entrada líquida de IDE foi de US\$ 18 bilhões/ano, muito acima da média de US\$ 9 bilhões/ano de 2003-2004. Esse componente é importante porque é desejável, por questões ligadas à intenção de diminuir a vulnerabilidade externa da economia, que os futuros déficits em conta corrente sejam financiados pela entrada de investimentos diretos, e não por via de novos aumentos do endividamento externo. O aumento dos valores da última coluna da Tabela 22, nesse sentido, representaria uma contribuição da poupança externa para o financiamento do investimento.

Cabe ressaltar que o trabalho analisa que condições macroeconômicas se requerem para que se verifique um aumento da poupança agregada que seja consistente com um incremento da formação de capital. Concomitantemente,

42. O ajuste do consumo retratado na Tabela 10 ocorreu a despeito do aumento dos gastos assistenciais e previdenciários, pelo ajuste significativo sofrido pelo resto da sociedade. Se esta começar a aumentar o seu nível de consumo em um contexto de crescimento, será difícil a relação consumo total/PIB diminuir. Alternativamente, será preciso reduzir a fração do PIB representada pela despesa com benefícios previdenciários e assistenciais, o que requer uma nova reforma da Previdência Social.

43. O tema da reforma previdenciária do regime geral (INSS) vai além dos objetivos do presente trabalho, mas deveria contemplar, basicamente: a) um aumento do período de contribuição mínimo de quem se aposenta por idade, atualmente estabelecido em 12 anos apenas; b) o estabelecimento de idade mínima para aposentadoria por tempo de contribuição no INSS; c) a redução do diferencial de tempo de contribuição e de idade para a aposentadoria das mulheres, hoje de cinco anos; e d) o aumento da idade de elegibilidade do Loas, hoje de 65 anos (mesma idade de aposentadoria, o que obviamente desestimula a contribuição de quem pode se credenciar a receber o Loas).



TABELA 22  
**IDE (LÍQUIDO DE INVESTIMENTOS BRASILEIROS NO EXTERIOR)<sup>a</sup>**

| Ano                | Total (A) | Ingresso para privatizações (B) | (C) = (A) – (B) |
|--------------------|-----------|---------------------------------|-----------------|
| 1994               | 0,9       | 0,0                             | 0,9             |
| 1995               | 2,6       | 0,0                             | 2,6             |
| 1996               | 10,0      | 2,6                             | 7,4             |
| 1997               | 15,5      | 5,2                             | 10,3            |
| 1998               | 22,6      | 6,1                             | 16,5            |
| 1999               | 26,9      | 8,8                             | 18,1            |
| 2000               | 30,5      | 7,1                             | 23,4            |
| 2001               | 24,7      | 1,1                             | 23,6            |
| 2002               | 14,1      | 0,3                             | 13,8            |
| 2003               | 9,9       | 0,0                             | 9,9             |
| 2004               | 8,7       | 0,0                             | 8,7             |
| Médias por período |           |                                 |                 |
| 1995-1998          | 12,7      | 3,5                             | 9,2             |
| 1999-2002          | 24,0      | 4,3                             | 19,7            |
| 2003-2004          | 9,3       | 0,0                             | 9,3             |

Fonte: Bacen.

<sup>a</sup> Valores em US\$ bilhões. Exclui investimentos em carteira.

pelo lado do financiamento, porém, é essencial ter clareza quanto ao fato de que a realização efetiva do investimento estará associada à existência de uma série de fatores que irão propiciar, ou não, as condições para que a decisão de investimento efetivamente se realize. Nosso entendimento é que, se o país adotar as reformas corretas, que elevem a rentabilidade do capital, o mercado irá se encarregar de responder e o investimento privado será efetivamente feito. Para isso, porém, é necessário avançar na solução dos problemas regulatórios ainda pendentes; adotar regras tributárias que sejam favoráveis ao investimento; dar continuidade ao que se tem convencionado chamar de “agendas de reformas microeconômicas”; e ter um ambiente político favorável a um clima de estabilidade econômica, sem riscos significativos de que ao calor das disputas sejam aprovadas medidas que desestabilizem a economia e/ou de que uma mudança de governo altere completamente regras básicas que afetam o retorno dos investimentos.

Paralelamente a isso, o setor público deve criar as condições para fazer a parte que lhe cabe na expansão dos investimentos, arcando com a expansão do investimento público nas áreas em que dificilmente o setor privado irá ingressar, o que remete para a importância do aumento da poupança pública, conforme exposto no decorrer do trabalho.

É interessante destacar que a importância de reforçar a política fiscal pode ser defendida mesmo à luz de uma visão que nada tem de ortodoxa, como a que é exposta em Rodrik (2004). Nesse texto, o autor argumenta que as políticas de desenvolvimento devem ser concebidas com base nas especificidades de cada país e que não há uma receita única para ampliar a taxa de crescimento de uma economia, ponto de vista defendido por ele em uma vasta família de trabalhos combatendo a idéia de que haveria uma única forma de os países se desenvolverem. Mesmo assim, o autor conclui que “Brazil (...) is a high-return country where the domestic financial system and external capital markets constrain the equilibrium level of investment. The solution therefore lies in improving financial intermediation and in increasing Brazil’s external creditworthiness (*in part by tight fiscal policies*). So the diagnostic approach produces a much more orthodox policy agenda for Brazil than it does for El Salvador” [Rodrik (2004, p. 11, grifos nossos)].<sup>44</sup>

## 11 CONCLUSÕES

O Brasil passou por três importantes processos de ajuste a partir de 1999. Em primeiro lugar, em termos fiscais, houve um significativo aumento do resultado primário, que passou de nulo em 1998 até atingir mais de 4,5% do PIB em 2004. Em segundo lugar, entre 1998 e 2004 houve uma melhora da balança comercial da ordem de US\$ 40 bilhões, fenômeno que, pela sua magnitude, levou um ex-diretor do Bacen a qualificá-lo de “dimensão asiática”. Esses ajustamentos são conhecidos, enfatizados pelas autoridades e já foram objeto de uma certa literatura. O que tem praticamente passado sem ser notado, ofuscado pela relativa estabilidade da FBKF a preços correntes em torno de 18% a 20% do PIB ao longo do tempo, é o fato de que houve um terceiro ajustamento, tão notável quanto os outros — e a eles associado — representado pelo aumento da poupança doméstica de 7,8 p.p. do PIB entre 1999 e 2004. Esse fenômeno é completamente diferente do ocorrido por ocasião do outro grande ajustamento externo — nos anos 1980 — quando a combinação de recessão e desvalorização

44. Uma interpretação que associa a análise de Rodrik ao nosso texto é a de que as condições fiscais e financeiras prejudicam no Brasil a capacidade de investir do setor privado, pelas elevadas taxas de juros vigentes. Nesse sentido, o fardo representado pelo carregamento da dívida pública no porta-fólio do setor privado seria uma limitação importante do crescimento. A possibilidade de crescermos mais estaria assim condicionada à manutenção e ao aprofundamento do ajuste fiscal — contrapartida da elevação da poupança de que trata o trabalho — para reduzir o endividamento público e a taxa de juros.

levou a um ajuste da balança comercial de US\$ 16 bilhões entre 1980 e 1984, porém em um contexto de queda da FBKF de 5 pontos do PIB e sem que tivesse ocorrido nada similar ao caso recente com a poupança doméstica. O consumo total nas CNs do IBGE caiu 7 pontos do PIB no período de cinco anos entre 1999 e 2004 (Tabela 10). O fato de esse ajustamento do consumo ter se dado de forma contínua ao longo de todo o período lhe confere certa solidez e permite supor que ele não teve características meramente conjunturais. Nesse período, a poupança externa teve uma variação — negativa — também da ordem de 7 pontos do PIB, o que levou o país a exibir um robusto superávit em conta corrente de quase 2% do PIB em 2004.

A equação (2) do trabalho mostra a poupança doméstica como resultado da diferença entre a renda disponível bruta e o consumo total. Entre 1999 e 2004, na Tabela 10, expressa como proporção do PIB, aquela se manteve relativamente constante, enquanto o consumo total caiu 7 pontos do PIB, em que pese o fato de o consumo privado ter sido alimentado pelo aumento de transferências de 1 ponto do PIB até 2003 de despesas públicas que, *grosso modo*, afetam as famílias (linha de “outras despesas” da Tabela 15).<sup>45</sup> Desagregar com precisão o aumento da poupança doméstica disso resultante envolve a dificuldade de decompor a renda disponível entre pública e privada, porque isso implica dar um tratamento adequado aos juros da dívida pública, que são despesas do governo que engrossam a renda disponível do setor privado. Trabalhar com o conceito nominal ou real, como mostra a mesma Tabela 15, implica grandes diferenças entre si. Mesmo optando pelo conceito de juros reais, que expurga as variações da inflação, a diferença entre a poupança pública de 2002 e a de 2003 da Tabela 15 — quando o superávit primário não se alterou significativamente —, associada basicamente ao fato de que os juros reais (Selic deflacionada pelo IPCA) passaram de 6% para 13% entre esses dois anos, dá uma idéia das dificuldades em interpretar o significado das variáveis de poupança desagregadas entre a pública e a privada.

Adicionalmente, a ausência de dados disponíveis desagregados, referentes à composição da renda associada aos juros, impede que se faça, por exemplo, uma versão modificada da Tabela 14 — onde a poupança pública é abatida dos juros nominais — que mude a composição da poupança e permita identificar como a passagem do conceito de juros nominais para reais afetaria a desagregação da poupança privada entre as empresas e as famílias. De qualquer forma, é razoável admitir que, na dinâmica do aumento da poupança doméstica de 8 pontos do PIB entre 1999 e 2004, possa ter havido um componente explicativo importante associado ao aumento da poupança voluntária motivada pela precaução

45. A Tabela 15 vai só até 2003, mas tudo indica, à luz das estatísticas fiscais do governo central, que tal tendência se manteve em 2004.

do setor privado em virtude das dificuldades de uma fase difícil da economia, com juros elevados, temor à inflação e desemprego alto. É fundamental evitar que, caso a economia cresça a um bom ritmo, haja um *boom* de consumo que venha a reverter esse processo, fazendo com que cresça acima da economia.

Se o ajuste dos últimos anos perdurar e a trajetória da relação consumo total/PIB não for revertida, o Brasil poderá atingir até o final da década uma FBKF da ordem de 25%/26% do PIB, com um *mix* de políticas adequadas. Isso deveria envolver uma combinação de:

*a) aumento da poupança pública*, pois esta é uma das políticas tradicionais para aumentar a poupança doméstica, seja pela via da redução da despesa de juros e/ou pela melhora das demais contas. Como frisam Paiva e Jahan, “as estimativas econométricas para o período 1965-2000 sugerem que 1,0% do PIB de acréscimo da poupança pública aumenta a poupança doméstica em torno de 0,2% do PIB a longo prazo” [Paiva e Jahan (2003, p. 131)];

*b) redução, na composição do PIB, das despesas com previdência social*, que representam transferências de recursos para uma fração da população cuja propensão a consumir é próxima de 100%, pelo estágio do ciclo de vida em que se encontram. Essa tarefa recomenda que se faça uma nova reforma previdenciária, para estancar o processo observado nos últimos 15 a 20 anos, quando a despesa com benefícios do INSS passou de 2,5% do PIB em 1988 — ano da então “nova Constituição” — para os atuais valores estimados em 7,3% do PIB em 2005;

*c) contenção dos programas assistenciais distributivos que transferem renda para grupos com propensão a consumir da ordem de 100%*, em benefício da capacidade de gasto do governo em investimento; e

*d) adoção de políticas que estimulem o ingresso de IDE*, para poder elevar a poupança externa — financiando assim a expansão do investimento — sem aumentar a vulnerabilidade externa da economia.

A FBKF da economia brasileira em 2004 foi de 20% do PIB, com uma poupança doméstica bruta de 23% e uma poupança externa negativa de quase 2% do PIB. Se, no decorrer dos próximos anos o resultado em conta corrente voltar a ser moderadamente deficitário, em por exemplo 1% do PIB, haverá uma melhora da poupança externa de aproximadamente 3%, tomando como base a situação de 2004. A isso se poderia somar um aumento da poupança doméstica de 2 pontos a 3 pontos do PIB, aproximadamente, entre 2004 e 2010. Este poderia ser fruto de: *a)* uma redução, realista, da ordem de 1 ponto do PIB do pagamento líquido de rendas ao exterior em virtude do menor passivo externo, intensificando o processo de diminuição desses pagamentos em

relação ao “pico” de 2002 (ver Tabela 1) e aumentando assim a renda disponível bruta, que gera a poupança doméstica [ver equações (1) e (2) do trabalho]; e *b*) uma nova diminuição de, por exemplo, 1 a 2 pontos do PIB, em seis anos, do consumo total expresso como proporção do PIB. Considerando que ele foi de 74% do PIB em 2004, se o PIB crescer 4% a.a. nos próximos anos, isso será consistente com um aumento real do consumo total anual de 3,5% a 3,8% no período entre 2004 e 2010 — muito superior ao crescimento médio dessa rubrica, de 2,0% a.a., nos dez anos entre 1994 e 2004.<sup>46</sup> Não se trata, portanto, de um objetivo que pareça irrealista. Nesse caso, ao contrário do que aconteceu entre 1999 e 2004, quando nas Tabelas 5 e 10 a melhora da poupança doméstica não se refletiu em um aumento importante da FBKF — devido à queda compensatória da poupança externa —, a combinação de novos incrementos da poupança doméstica e de uma retomada da poupança externa em relação a 2004 permitiria viabilizar que seja atingido o tão almejado alvo de uma FBKF de 25%/26% do PIB até o final da década.

## APÊNDICE

### COMPOSIÇÃO DA POUPANÇA

[em % do PIB]

| Variáveis   | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Total da receita (A)                                    | 29,7 | 29,7 | 29,7 | 30,7 | 32,4 | 33,0 | 34,9 | 36,6 | 36,8 | n.d. |
| Impostos e contribuições efetivas                       | 28,4 | 28,6 | 28,6 | 29,3 | 31,0 | 31,6 | 33,4 | 34,9 | 34,0 | n.d. |
| Outras receitas <sup>a</sup>                            | 1,3  | 1,1  | 1,1  | 1,4  | 1,4  | 1,4  | 1,5  | 1,7  | 2,8  | n.d. |
| Despesas correntes primárias (B)                        | 29,4 | 28,0 | 28,0 | 29,8 | 29,8 | 29,1 | 30,1 | 31,4 | 31,5 | n.d. |
| Despesas de consumo final da adm. pública               | 19,6 | 18,5 | 18,2 | 19,1 | 19,1 | 19,0 | 19,3 | 20,1 | 19,9 | 18,8 |
| Outras despesas   | 9,8  | 9,5  | 9,8  | 10,7 | 10,7 | 10,1 | 10,8 | 11,3 | 11,6 | n.d. |
| Subsídios   | 0,6  | 0,4  | 0,4  | 0,4  | 0,3  | 0,4  | 0,4  | 0,2  | 0,2  | n.d. |
| Benefícios sociais e assistenciais                      | 12,7 | 12,7 | 12,6 | 14,3 | 14,4 | 14,5 | 14,5 | 14,7 | 14,8 | n.d. |
| Ajustamento <sup>b</sup>                                | 0,5  | 0,3  | 0,7  | 0,7  | 0,7  | 0,3  | 0,6  | 0,7  | 0,7  | n.d. |
| (-) Contrib. imputadas ao empregador — RJU <sup>c</sup> | -4,0 | -3,9 | -3,9 | -4,7 | -4,7 | -5,1 | -4,7 | -4,3 | -4,1 | n.d. |
| Investimento da administração pública (C)               | 2,5  | 2,3  | 2,0  | 2,8  | 1,7  | 1,9  | 2,2  | 2,2  | 1,7  | n.d. |

(continua)

46. Com um crescimento médio anual do consumo total de 3,5%, ele cairia 1 p.p. do PIB; e de 3,8% a.a., diminuiria 2 pontos do PIB, entre 2004 e 2010, em ambos os casos para um crescimento médio da economia de 4,0% a.a.

(continuação)

| Variáveis  | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Superávit primário do governo                          |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Conceito do IBGE (D = A – B – C)                       | -2,2 | -0,6 | -0,3 | -1,9 | 0,9  | 2,0  | 2,6  | 3,0  | 3,6  | n.d. |
| Conceito do Bacen (E)                                  | 0,3  | -0,2 | -1,0 | 0,4  | 2,6  | 2,4  | 2,7  | 3,2  | 3,4  | n.d. |
| Juros reais — Bacen (F)                                | 4,4  | 2,9  | 3,0  | 6,9  | 3,9  | 4,4  | 4,3  | 0,6  | 6,9  | n.d. |
| Nec. financ. operacionais do adm. pública — NFO (G)    | 4,1  | 3,1  | 4,0  | 6,5  | 1,3  | 2,0  | 1,6  | -2,6 | 3,5  | n.d. |
| Poupança da administração pública                      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
| Conceito do IBGE com juros reais (H = A – B – F)       | -4,1 | -1,2 | -1,3 | -6,0 | -1,3 | -0,5 | 0,5  | 4,6  | -1,6 | n.d. |
| IG – NFO (I = C – G)                                   | -1,6 | -0,8 | -2,0 | -3,7 | 0,4  | -0,1 | 0,6  | 4,8  | -1,8 | n.d. |
| FBKF (J)   | 20,5 | 19,3 | 19,9 | 19,7 | 18,9 | 19,3 | 19,5 | 18,3 | 17,8 | 19,6 |
| Varição de estoques (K)                                | 1,8  | 1,6  | 1,6  | 1,4  | 1,2  | 2,3  | 1,7  | 1,4  | 2,0  | 1,7  |
| FBKT = poupança (L = J + K)                            | 22,3 | 20,9 | 21,5 | 21,1 | 20,1 | 21,6 | 21,2 | 19,7 | 19,8 | 21,3 |
| Poupança externa (M)                                   | 2,8  | 3,2  | 4,2  | 4,3  | 4,7  | 4,2  | 4,5  | 1,2  | -0,6 | -1,9 |
| Resultado de conta corrente                            | -2,8 | -3,2 | -4,2 | -4,3 | -4,7 | -4,2 | -4,5 | -1,2 | 0,6  | 1,9  |
| Transf. correntes + remuneração empreg. não-residentes |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|  | 0,5  | 0,3  | 0,2  | 0,2  | 0,3  | 0,3  | 0,3  | 0,6  | 0,6  | 0,6  |
| Rendas de propriedade                                  | -1,5 | -1,6 | -2,0 | -2,3 | -3,5 | -3,0 | -3,8 | -3,9 | -3,6 | -3,3 |
| Export. – import. bens e serviços reais                | -1,8 | -1,9 | -2,4 | -2,2 | -1,5 | -1,5 | -1,0 | 2,1  | 3,6  | 4,6  |
| Poupança doméstica (N = L – M = S – Q)                 |      |      |      |      |      |      |      |      |      |      |
|  | 19,5 | 17,7 | 17,3 | 16,8 | 15,4 | 17,4 | 16,7 | 18,5 | 20,4 | 23,2 |
| Poupança da adm. pública (I)                           | -1,6 | -0,8 | -2,0 | -3,7 | 0,4  | -0,1 | 0,6  | 4,8  | -1,8 | n.d. |
| Poupança privada (O = N – I)                           | 21,1 | 18,5 | 19,3 | 20,5 | 15,0 | 17,5 | 16,1 | 13,7 | 22,2 | n.d. |

(continua)

(continuação)

| Variáveis  | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | 2002 | 2003 | 2004 |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Memo: Consumo das famílias (P)                     | 59,9 | 62,5 | 62,7 | 62,0 | 62,3 | 60,9 | 60,5 | 58,1 | 56,7 | 55,3 |
| Consumo total (Q)                                  | 79,5 | 81,0 | 80,9 | 81,1 | 81,4 | 79,9 | 79,8 | 78,2 | 76,6 | 74,1 |
| Renda líquida enviada ao exterior (R) <sup>d</sup> | 1,0  | 1,3  | 1,8  | 2,1  | 3,2  | 2,7  | 3,5  | 3,3  | 3,0  | 2,7  |
| Renda disponível bruta (S)                         | 99,0 | 98,7 | 98,2 | 97,9 | 96,8 | 97,3 | 96,5 | 96,7 | 97,0 | 97,3 |

Fonte: IBGE (desagregação institucional da administração pública, Contas Nacionais).

<sup>a</sup> Dividendos, retiradas, renda da terra e de propriedade atribuída a detentores de apólices de seguros e transferências correntes líquidas.

<sup>b</sup> Ajustamento pela variação da participação líquida das famílias nos fundos de pensões, FGTS e PIS-Pasep.

<sup>c</sup> Nas contas intermediárias, o IBGE inclui uma receita "virtual" denominada "contribuições imputadas", que representa o déficit previdenciário do funcionalismo (contribuições menos os benefícios do funcionalismo). Tal conta entra como custo imputado no valor da produção e, conseqüentemente, do consumo da administração pública. Optou-se por incluir a variável no lado das despesas, subtraída do valor destas, para evitar uma dupla contagem com o total de benefícios pagos.

<sup>d</sup> Descontada das transferências recebidas.

n.d. = não-disponível.

## ABSTRACT

This paper analyzes the evolution of the saving and investment rates of the Brazilian economy in the period 1999-2004, when the gross domestic savings increased from 15% of Gross Domestic Product (GDP) to 23% of GDP and the country experienced an overshooting in its external adjustment. The paper rejects the argument that there is still a significant effort to be done to achieve sustainable economic growth. The reversal of balance of payments to moderate levels of the current account deficit, combined with some adjustment in the fiscal accounts and a small increase in the private savings, may raise the investment ratio to 25% of GDP up to 2010, expanding the growth potential of the economy. The challenge is how to materialize this potential. The paper describes the data for domestic savings, and disaggregates it into public and private sources combining National Accounts information, which is not widely available, with fiscal accounting data from the Central Bank.

## BIBLIOGRAFIA

- AMADEO, E., MONTERO, F. Crescimento econômico e a restrição de poupança. In: GIAMBIAGI, F. et alii. *Economia brasileira contemporânea, 1945-2004*. Rio de Janeiro: Campus, 2004.
- AEPS. *Anuário Estatístico da Previdência Social*, 2003.
- ATTANASIO, O., PICCI, L., SCOURCU, A. Saving, growth and investment: a macroeconomic analysis using a panel of countries. *Review of Economics and Statistics*, v. 82, 2000.
- BACHA, E., BONELLI, R. *Accounting for Brazil's growth experience — 1940/2002*. IPEA, maio 2004 (Texto para Discussão, 1.018).
- BANCO MUNDIAL. *World Development Indicators*, 2004.
- CÂNDIDO JR., J. O. *Poupança doméstica no Brasil: evolução recente e perspectivas*. IPEA, 1998 (Texto para Discussão, 589).

- CARROLL, C., WEIL, D. *Saving and growth: a reinterpretation*. National Bureau of Economic Research, Sep. 1993 (Working Paper, 4.470).
- CASTELAR, A. Por que o Brasil cresce pouco? In: GIAMBIAGI, F., REIS, J. G., URANI, A. *Reformas no Brasil — balanço e agenda*. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2004.
- CORBO, V. Economic policies, saving, investment and growth in Latin América. *Trabalho apresentado no seminário Public sector finances and the evolution of saving and investments balances*, Paris, OCDE, Oct. 1995.
- CORBO, V., SCHMIDT-HEBBEL, K. Public policies and saving in developing countries. *Journal of Development Economics*, v. 36, 1991.
- DAYAL-GULATI, A., THIMANN, C. *Saving in Southeast Asia and Latin America compared: searching for policy lessons*. 1997 (IMF Working Paper, 110).
- DE LONG, B., SUMMERS, L. Equipment investment and economic growth: how strong is the nexus? *Quarterly Journal of Economics*, v. 106, n. 2, 1991.
- EASTERLY, W. *The ghost of financing gap — how the Harrod-Domar growth model still haunts development economics*. World Bank, Aug. 1997 (Policy Research Working Paper, 1.807).
- EDWARDS, S. *Why are Latin America's saving rates so low?* Texto apresentado no First Annual Latin American Conference on Development Economics, Rio de Janeiro, Banco Mundial, jun. 1995.
- GIAMBIAGI, F. Do déficit de metas às metas de déficit: a política fiscal do período 1995-2002. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 32, n. 1, abr. 2002.
- GOLDMAN, S. Dreaming with BRICs: the path to 2050. *Global Economic Paper*, n. 99, Oct. 2003.
- HALL, R., JONES, C. Why do some countries produce so much more output than others? *Quarterly Journal of Economics*, n. 114, 1999.
- HAUSMANN, R., GAVIN, M., TALVI, E. *Saving behavior in Latin América: overview and policy issues*. Office of the Chief Economist/Banco Inter-Americano de Desenvolvimento (BID), Dec. 1996.
- JALORETTO, C. Déficit público e contas nacionais. Banco Central/Depec. *Resenha Econômica*, jun. 1997 (Nota Técnica, Depec-97/07).
- LOAYZA, N., SCHMIDT-HEBBEL, K., SERVÉN, L. What drives private saving across the world? *Review of Economics and Statistics*, May 2002a.
- . *Saving in developing countries: an overview*. The World Bank, 2000b.
- MANKIW, G., ROMER, D., WEIL, D. A contribution to the empirics of economic growth. *Quarterly Journal of Economics*, v. 107, n. 2, 1992.
- MODIGLIANI, F. The life cycle hypothesis of savings twenty years later. In: PARKIN, M. (ed.). *Contemporary issues in economics*. Manchester: Manchester University Press, 1980.
- MÜHLEISEN, M. *Improving India's saving performance*. International Monetary Fund (IMF), Jan. 1997 (Working Paper, 97/4).
- PAIVA, C., JAHAN, S. An empirical study of private saving in Brazil. *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 1, Jan. /Mar. 2003.
- PESSOA, S., GOMES, V., VELOSO, F. Evolução da produtividade total dos fatores na economia brasileira: uma análise comparativa. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, Rio de Janeiro, v. 33, n. 3, dez. 2003.



- PIRES DE SOUZA, F. E. A retomada do investimento: estrutura e preços relativos. In: REIS VELLOSO, J. P. dos, CAVALCANTI, R. A. (coords.). *Cinco décadas de questão social e os grandes desafios do crescimento sustentado*. Rio de Janeiro, José Olympio, 2004.
- PUCHET, M., GARCÍA ALVAREZ, M. *Un enfoque contable y estructural al crecimiento y la acumulación en Brasil y México (1983-2000)*. Santiago do Chile, Cepal, dez. 2004 (Serie Estudios Estadísticos y Prospectivos, 28).
- REIS, E. J. *et alii*. Renda permanente e poupança precaucional: evidências empíricas para o Brasil no passado recente. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, vol. 28, n. 2, ago. 1998.
- RODRIG, D. *Rethinking growth policies in the developing world*. The Luca d'Agliano Lecture for 2004, Oct. 2004. Disponível em: <http://ksghome.harvard.edu/~drodrig/papers.html>.
- RODRIG, D., SUBRAMANIAN, A. *Why India can grow at 7 percent a year or more: projections and reflections*. International Monetary Fund (IMF), July, 2004 (Working Paper, 04/118).
- SCHMIDT-HEBBEL, K., SERVÉN, L., SOLIMANO, A. *Saving and investment: paradigms, puzzles, policies*. The World Bank Research Observer, 1995.
- SOLOW, R. A contribution to the theory of economic growth. *Quarterly Journal of Economics*, v. 70, 1956.
- TEIXEIRA DA SILVA, T. N. *Estimando o produto potencial brasileiro: uma abordagem de função de produção*. Banco Central. abr. 2001 (Trabalho para Discussão, 17).
- VARSANO, R. De ônus a bônus: política governamental e reformas fiscais na transformação do Estado brasileiro. *Perspectivas da Economia Brasileira — 1996*. Rio de Janeiro, IPEA, 1996.
- VILLELA, R. Crise e ajuste fiscal nos anos 80: um problema de política econômica ou de economia política? *Perspectivas da Economia Brasileira — 1992*. Rio de Janeiro, IPEA, 1991.
- VON DOELLINGER, C., BONELLI, R. O problema do financiamento. *Perspectivas da Economia Brasileira — 1987*. Rio de Janeiro, IPEA, 1987.
- YOUNG, A. The tyranny of numbers: confronting the statistical realities of the East Asian growth experience. *Quarterly Journal of Economics*, v. 100, n. 3, 1995.

(Originais recebidos em março de 2005. Revistos em maio de 2005.)

