COPPEAD/UFRJ

RELATÓRIO COPPEAD Nº 144

A CRISE DOS ANOS 80 E A FORMAÇÃO DE POUPANÇAS NO BRASIL*

Claudio R. Contador**

Abril de 1985

* Este trabalho foi apresentado na Terceira Conferência Internacional sobre o Desenvolvimento Financeiro da América Latina e Caribe, patrocinado pelo Instituto Interamericano de Mercados de Capital, Venezuela, La Guaira, março de 1985. Agradeço os úteis comentários do Prof. John Williamson, Institute for International Economics, Washington, EUA. Naturalmente os erros remanescentes são de responsabilidade do autor.

** Professor do Programa de Pós-Graduação e Pesquisa em Administração, COPPEAD, da Universidade Federal do Rio de Janeiro, e membro da Câmara de Estudos e Debates Econômicos e Sociais, CEDES.

1. INTRODUÇÃO

A década de 80 não tem sido favorável aos países em desenvolvimento. As dificuldades aumentaram com o acúmulo de problemas com focos aparentemente distintos: a inflação elevou-se na maioria das economias; o aumento das taxas internacionais de juros e a magnitude das dívidas externas impuseram pesados compromissos em termos de drenagem de recursos, e quando mais necessária, a oferta de recursos externos reduziu-se drasticamente. Como um reflexo destas pressões formidáveis, os países em desenvolvimento — em particular o Brasil e o México — não tiveram outra saída senão adotar medidas recessivas.

No Brasil, a crise assumiu ainda outras conotações: primeiro, o impasse na reciclagem da dívida externa, exigindo negociações humilhantes com os credores e pedidos de ajuda a organismos oficiais, como o FMI, o BIRD e o BIS; segundo, os desequilíbrios internos, refletidos na inflação recorde superior a 200% ao ano; terceiro, o desânimo dos empresários e desespero dos trabalhadores, gerados pela quebra de esperanças no futuro brilhante insinuado pelos anos do milagre econômico.

Em 1984, após três anos de quedas consecutivas na renda *per capita* — algo inédito na economia brasileira — o PIB deve crescer 4% e a balança comercial apresentar um superavit superior a US$ 12 bilhões. Para uma economia acostumada a uma taxa histórica de crescimento do PIB superior a 6% ao ano, 4% de crescimento teria sido um resultado medíocre em outras épocas. Porém, devido às circunstâncias, reacendeu as esperanças de retomada ao crescimento. Hoje, importantes segmentos da sociedade brasileira estão propensos a acreditar que a crise terminou, como por um passe de mágica.

Porém, ainda é cedo para previsões otimistas. A fase de recuperação iniciada em 1984 corre o risco de abortar em 1985/1986,

com a economia brasileira retornando às condições recessivas de 1981/83. Para um crescimento econômico em bases mais permanentes é imprescindível acelerar o processo de ajustamento e realizar mudanças no aparato institucional que permitam a economia brasileira adaptar-se às regras mundiais da década de 80. E como um ponto central, à retomada do crescimento econômico exigirá novos investimentos para, primeiro, a renovação tecnológica e aumento da produtividade, afim de melhorar a competitividade externa do Brasil; segundo, para gerar novos empregos e manter o clima de esperança necessária à estabilidade social e terceiro, para ampliar a taxa possível de crescimento econômico a curto prazo, com o deslocamento para cima do produto potencial. Resta indagar se haverá oferta adequada de poupanças doméstica e externa, para viabilizar estes três objetivos. Mais ainda, pergunta-se até onde o Brasil dispõe de instrumentos e instituições capazes de gerar a poupança necessária e, em caso contrário, qual a tônica da estratégia macroeconômica recomendável.

Este ensaio discute a relação entre a crise e a formação de poupanças no Brasil. A seção II focaliza as origens da crise e a evolução da poupança. Em seguida, a seção III analisa empiricamente os determinantes da oferta de poupança no Brasil, em particular o crescimento do PIB e a inflação. A seção IV mostra que, nas condições vigentes, é possível operacionalizar uma estratégia articulada que atue simultâneamente sobre estas duas variáveis e que eleve a formação de poupança. Uma discussão dos estímulos gerados pela taxa real de juros é o tema da seção V. A seção VI conclui o artigo.

2. A EVOLUÇÃO DA POUPANÇA

A história econômica do Brasil no pós-guerra pode ser dividida, em linhas gerais, em quatro períodos: o primeiro, da implantação da indústria, nos anos 30 e 40 até o final da década de 50; o segundo, dos anos 50 até 1963/64; o terceiro, de 1964 até 1973; e o quarto, com início no primeiro choque de petróleo até os dias de hoje.

Os anos logo após a 2ª Guerra Mundial, ao longo das décadas de 40 e 50, foram caracterizados por uma estratégia econômica baseada na implantação do parque industrial e na proteção ao produto nacional, como o modelo de substituição das importações. A industrialização e a urbanização acelerada processaram-se às expensas da agricultura e da maior eqüidade distributiva.

O crescimento histórico acelerou-se para uma taxa média acima de 6% ao ano, com o PIB em 1960 alcançando US$ 52 bilhões, e a renda per capita US$ 740,00, a preços de 1983. A Tabela 1 reproduz as médias da taxa de poupança e do crescimento do PIB, para vários períodos e a Figura 1 apresenta uma visão histórica das duas variáveis. O modelo introvertido, baseado na substituição de importações, não exigia grandes poupanças externas e a formação bruta de capital atingia pouco mais de 15% do PIB. A taxa de inflação atingiu um máximo de 28% em 1959, dado mostras de ligeira aceleração.

No início da década de 60, esta estratégia já deixava visíveis os seus pontos fracos, com contínuas crises de abastecimento contornadas por importações. Mais ainda, a estrutura produtiva encontrava-se desajustada após longo período de práticas exageradas de tabelamento de preços, controle sobre importações e exportações e pelas distorções na política cambial.

Em 1964, após uma grave crise político-institucional, seria iniciada uma fase de ajustes que perduraria até 1967, acoplada a um plano severo de estabilização e de modernização das institui

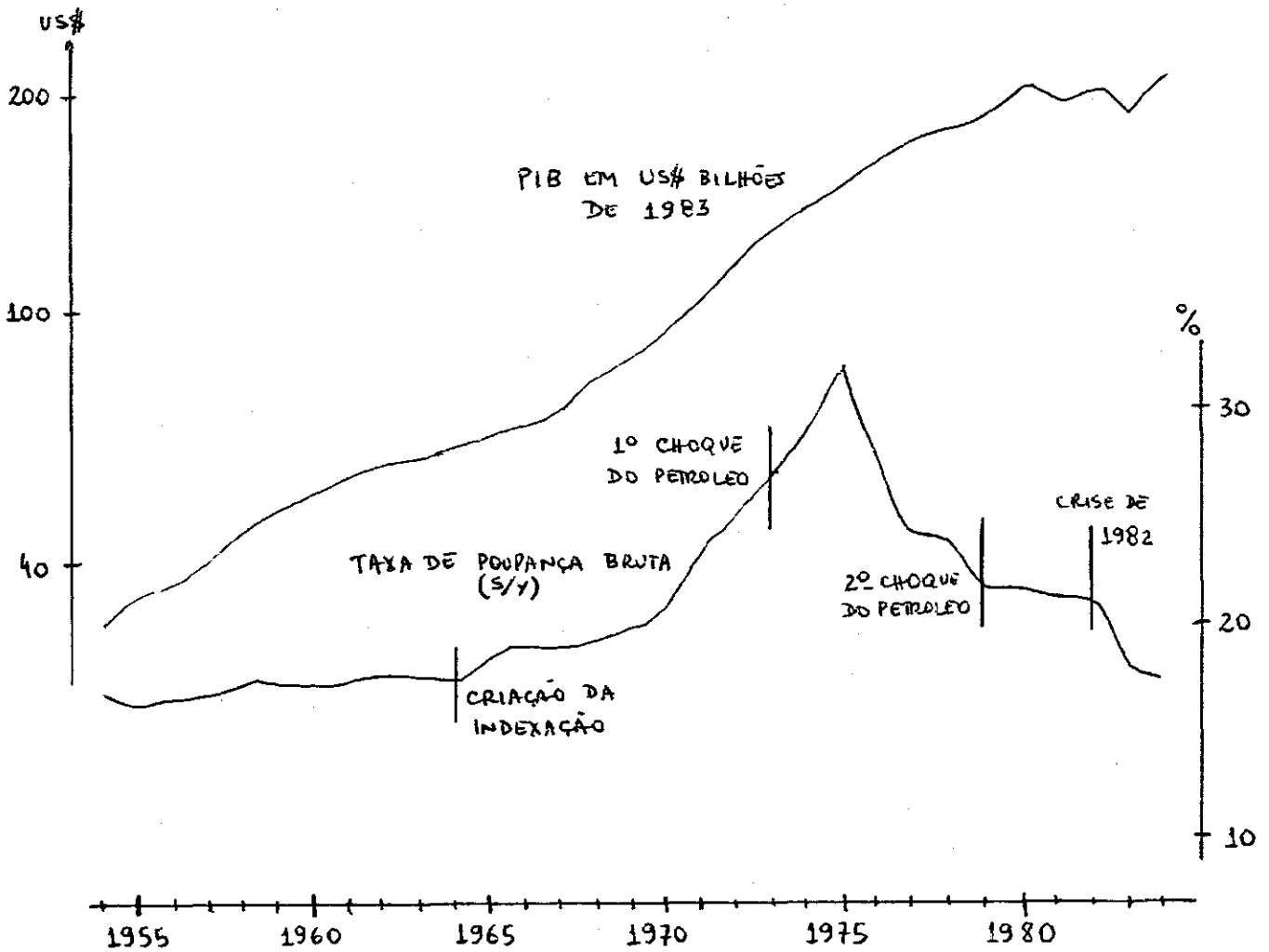

Figura 1

Evolução do PIB e a Taxa de Poupança no Brasil

T A B E L A 1

A Formação da Poupança no Brasil
Em Percentagens do PIB

Período	Taxa de Poupança	Crescimento Anual Médio do PIB real
1954 - 63	15,1 %	6,4 %
1964 - 70	15,9 %	6,3 %
1971 - 73	26,5 %	12,4 %
1973 - 76	30,0 %	9,6 %
1975 - 79	26,5 %	6,6 %
1979 - 82	21,7 %	3,4 %
1983 - 84 [a]	17,7 %	0 %

FONTE: Fundação Getúlio Vargas

a) OS dados de 1983 e 1984 são preliminares

ções. Em 1963/64, a inflação superior a 90% era fonte de distribuição perversa de renda entre classes sociais e entre fatores, gerava incerteza e desestimulava a produção. A poupança voluntária praticamente extinguiu-se, com as taxas nominais de juros limitada a 12% ao ano. As reformas propostas pelo novo governo pretendiam, em primeiro lugar, reduzir a inflação. Para isto, era necessário desenvolver fontes alternativas, não inflacionárias, de financiamento dos gastos públicos. Ao mesmo tempo era imprescindível estabelecer regras que revivessem os contratos de longo prazo e o hábito de poupança. Nesta ocasião, foi institucionalizada a indexação, com o governo lançando títulos da dívida pública com correção monetária — as Obrigações Reajustáveis do Tesouro Nacional. Nos anos seguintes, a correção monetária permitiu o rápido desenvolvimento da intermediação financeira e a modernização do mercado financeiro[1]. A formação de poupanças foi estimulada, atingindo a média de 15,4% no período 1964/70 contra pouco mais de 13%, em 1954/63, como mostraram a Tabela 1 e a Figura 1. O segundo objetivo básico das reformas era ampliar a abertura do Brasil ao exterior, com a ampliação e diversificação de mercados e de produtos.

Apesar dos bons resultados no combate à inflação e das reformas modernizadoras, foram mantidos dois erros com agravantes: a drenagem de recursos da agricultura para industrialização acelerou-se, e perpetuou-se a idéia de que seria possível crescer permanentemente através de empréstimos contra o futuro. Infelizmente, estes erros passariam desapercebidos nos anos seguintes. De 1968 a 1973, apoiado pela prosperidade mundial, foi possível ao Brasil atingir uma taxa média superior a 11% ao ano de crescimento do PIB real. As exportações pouco superiores a US$ 1,6 bilhões em 1967 alcançaram US$ 6,2 bilhões em 1973, com uma expansão média de 25% ao ano. A dívida externa teve um crescimento semelhante com US$ 12,6 bilhões em 1973, contra pouco menos de US$ 2,4 bilhões em 1967.

Nesta fase, o governo distorceu a intervenção para apropriação de recursos destinados ao seu parque estatal, negligenciando as suas funções estruturais básicas de fornecimento de serviços

de saúde, educação, justiça e segurança pública. Ao longo do tempo, estas carências provocaram a deterioração na repartição da renda e a ampliação do nível de pobreza. Mais ainda, o culto do mito de prosperidade garantida forçava o governo a medidas paternalistas, principalmente com administração dos preços relativos.

Em 1973, o mundo e em particular a economia brasileira seriam atingidos pelo choque do petróleo. A resposta do governo à drástica mudança no preço relativo de energia deveria ter sido o reajuste da estrutura de produção, deprimindo o consumo doméstico e favorecendo a substituição por fontes energéticas mais abundantes. Porém, o adiamento dos ajustes nos preços relativos com o emprego de subsídios e o descaso com a produção doméstica de energia provocaram o aumento no consumo de petróleo no Brasil. Em 1972, a demanda doméstica de petróleo atingia 241 milhões de barris, atendida com a importação de 180 milhões de barris, ou seja, 75% do consumo. Em 1973, e nos anos seguintes até 1979, a demanda continuou crescendo à taxa média de 8,4% ao ano, contrariando o bom senso e a conduta internacional, ampliando ainda mais a dependência do Brasil das fontes externas de petróleo. Os gastos com as importações de petróleo que em 1972, antes do choque, atingiam pouco mais de US$ 400 milhões, em 1979 alcançavam US$ 6,4 bilhões, um valor dezesseis vezes maior!

Em resposta ao primeiro choque do petróleo duas providências deveriam ser tomadas, não apenas pelo Brasil, mas todas as demais economias dependentes de importações de petróleo. Primeiro, reconhecer o empobrecimento causado pela transferência de renda para o OPEP. Segundo, e como conseqüência, adotar medidas de ajustamento para reduzir a perda de renda, através da diminuição do consumo e do desperdício de energia, promover a mudança de preços relativos, e elevar a produtividade para compensar a perda de renda.

Neste ponto, conjugaram-se interesses internos e externos para adiar os ajustamentos. Sob o ponto de vista dos interesses internos do governo brasileiro, era conveniente manter o mito da imunidade da economia às crises mundiais, e vender a idéia de prosperi

dade inabalável em continuação aos anos dourados do milagre econômico de 1968/73. Para manter a demanda agregada em expansão, o governo brasileiro iniciou projetos ambiciosos ligados a usinas nucleares, hidroelétricas, metropolitanos, ferrovias, etc. Sob o ponto de vista dos interesses externos, os depósitos de petrodólares nos bancos internacionais precisavam ser emprestados. Os países industrializados estavam em recessão devido ao processo de ajustamento e não necessitavam, na ocasião, de maior oferta de crédito. Por este motivo, os empréstimos foram canalizados para os países em desenvolvimento promissores, de preferência com grandes projetos, como o Brasil e o México. As taxas internacionais de juros oscilavam entre 7 e 8%, níveis perfeitamente compatíveis com a rentabilidade dos projetos financiados. A oferta abundante de crédito ao Brasil tinha ainda a vantagem de ser vinculada a importações de equipamentos que permitiam minorar o desemprego nos países industrializados exportadores destes equipamentos. Se algo pode ser dito a favor desta estratégia é que no Brasil, o endividamento externo foi direcionado a complementar as poupanças domésticas e manter elevada a formação de capital.

Naquela ocasião, os problemas causados pelo regime de taxas flutuantes de juros não estavam perfeitamente visualisados. A flexibilidade da taxas de juros eliminava o risco financeiro das instituições bancárias, mas como as taxas eram razoáveis, este regime não constituía nenhuma ameaça visível para os tomadores dos empréstimos.

Apesar das dificuldades impostas ao balanço de pagamentos e ao crescimento da dívida, foi possível ao Brasil manter o crescimento médio do PIB acima de 5% ao ano e as exportações expandindo 15% ao ano, entre 1973 e 1978. A taxa de poupança, que em 1975 havia atingido 32%, principalmente com o auxílio das poupanças externas, começou a diminuir, caindo para 25% em 1978. O ano de 1978 marca o pico da oferta de poupanças domésticas (setor privado e governo) atingindo US$ 40,8 bilhões, contra um PIB de US$ 187 bilhões, a preços de 1983, conforme mostram as Tabelas 2 e 3, e as Figuras 2 e 3.

Então veio o segundo choque do petróleo, em 1979. Naturalmente o Brasil e outros países em situação semelhante acreditaram que seria possível manter a mesma estratégia de endividamento externo. Porém, a este choque veio se sobrepor o aumento da taxa de juros com a LIBOR atingindo 20% em 1981. No Brasil, acumularam-se as pressões inflacionárias acima de 100% e o PIB passou a crescer a taxas mais baixas. As dificuldades na balança comercial não foram maiores porque foi implantado um amplo esforço de substituição energética, ao mesmo tempo foi adotada uma política mais sensata de preços relativos dos combustíveis. O consumo doméstico de petróleo caiu seguidamente dos 425 milhões de barris, em 1979, para pouco mais de 370 milhões, em 1982, ou seja, uma queda média de 4,5% ao ano. O valor das importações de petróleo em torno de US$ 10 bilhões, em 1980, caiu para US$ 9,5 bilhões em 1982.

Em setembro de 1982, a moratória do México precipitou o início da crise. Os empréstimos externos tornaram-se mais difíceis, a inflação disparou para os 200%, as poupanças externa e doméstica diminuíram drasticamente para menos de 20%. Acordou-se que era preciso acelerar o ajustamento da economia com redução no *déficit* em transações correntes e aumento na competitividade externa. Mas como atingir estes objetivos com uma poupança doméstica de 14,4% do PIB contra 25,7% em 1975, e externa de 3,3% contra 6% em 1974/75 ? Para responder a esta pergunta é necessário identificar os principais determinantes de formação de poupanças, e como eles se relacionam com a crise.

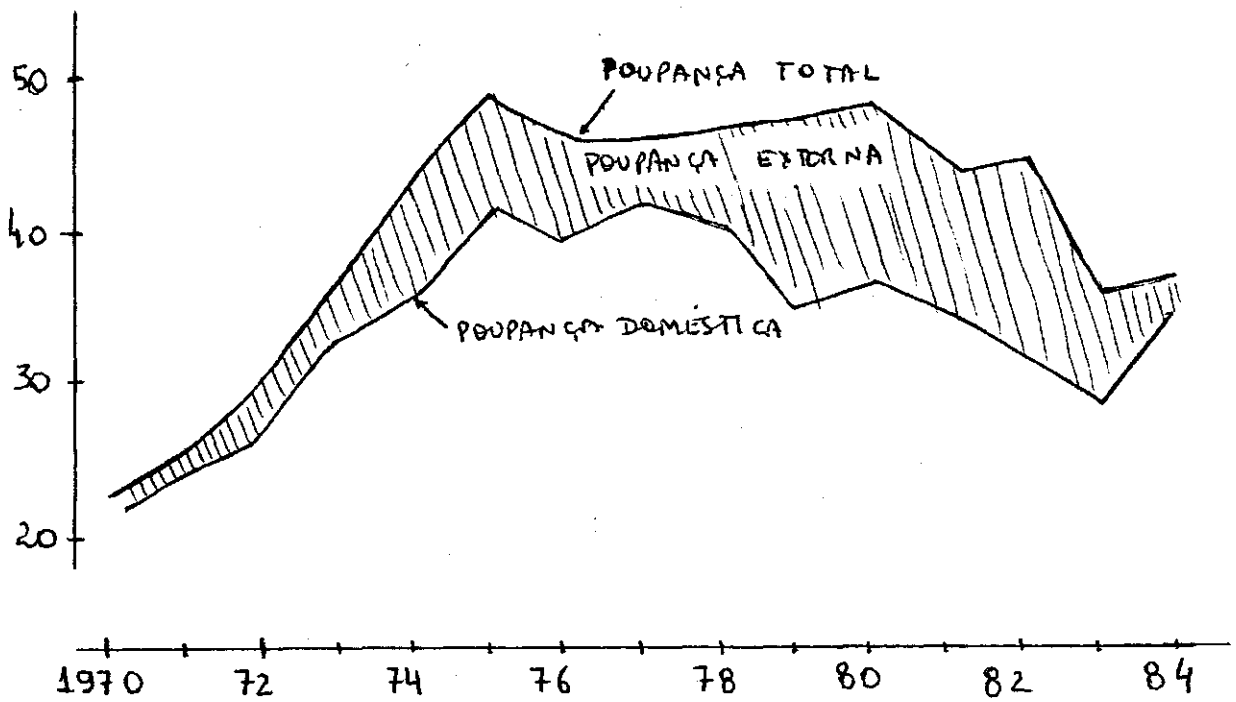

Figura 2

A Formação de Poupança no Brasil
Em US$ Bilhões de 1983

T A B E L A 2

As Fontes da Poupança Bruta no Brasil
Em US$ Bilhões de 1983

	P O U P A N Ç A				Produto Interno Bruto
	Setor Privado	Governo	Exterior	Total	
1970	17,6	5,1	1,3	24,0	93,9
1971	18,5	6,1	2,8	27,4	105,2
1972	20,7	6,8	3,0	30,5	116,9
1973	25,3	8,4	2,9	36,6	133,3
1974	28,0	6,6	9,9	44,4	146,0
1975	35,1	5,9	8,2	49,3	154,1
1976	32,2	7,3	6,6	46,1	169,1
1977	35,0	7,0	4,1	46,1	178,2
1978	36,5	4,3	6,3	47,0	186,8
1979	30,5	4,4	9,0	44,0	199,2
1980	34,3	2,7	11,1	48,1	214,9
1981	33,3	2,2	9,1	44,6	210,9
1982	32,1	7,1	12,2	45,0	213,8
1983[a]	29,6[b]	...	6,7	36,3	206,7
1984[a]	35,2[b]	...	2,3	37,5	213,9

Fonte: Fundação Getúlio Vargas

a) Dados preliminares

b) Inclui a poupança do Governo Federal

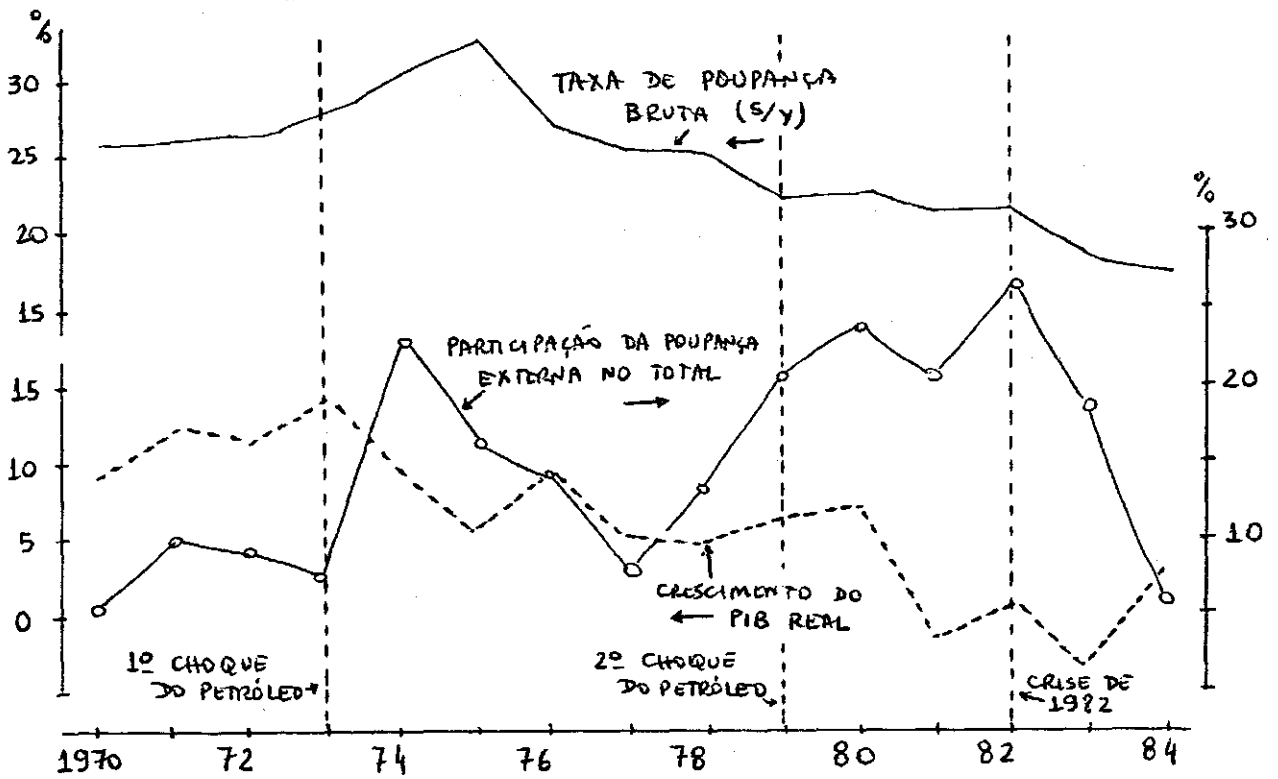

Figura 3

Poupança Total, Crescimento do PIB
e Poupança Externa

TABELA 3

A Formação da Poupança no Brasil

Em Percentagens do PIB

	Setor Privado	Governo	Exterior	Total	Participação da Poupança Externa no Total
1970	18,7	5,4	1,3	25,5	5,1
1971	17,5	5,8	2,6	26,0	10,0
1972	17,7	5,8	2,6	26,1	9,9
1973	19,0	6,3	2,1	27,5	7,6
1974	19,2	4,5	6,8	30,5	22,3
1975	22,8	3,8	5,4	32,1	16,8
1976	19,1	4,3	3,9	27,4	14,2
1977	19,7	3,9	2,3	25,9	8,9
1978	19,5	2,3	3,4	25,1	13,5
1979	15,3	2,2	4,5	22,1	20,4
1980	16,1	1,3	5,2	22,5	23,1
1981	15,8	1,0	4,3	21,2	20,3
1982	15,1	0,3	5,7	21,2	26,9
1983[a]	14,4[b]	...	3,3	17,7	18,6
1984[a]	16,6[b]	...	1,1	17,7	6,2

Fonte: Tabela 2

a) Dados preliminares

b) Inclui as poupanças do Governo Federal

3. DETERMINANTES DA FORMAÇÃO DE POUPANÇAS

A formação de poupança é um ponto central na teoria do crescimento econômico, e um ponto pacífico na literatura. O mesmo não acontece no tocante aos determinantes da poupança. O objetivo aqui não é realizar uma resenha, mas sim enfocar os avanços de interesse mais imediato para uma análise empírica.

O desenvolvimento financeiro é uma condição básica tanto para a geração de poupanças como para a sua alocação eficiente, na linha de pensamento de Mckinnon(1973) e de Shaw(1973), ao permitir que a taxa de juros recebida pelos poupadores torne-se positiva. Christian e Pagoulatos(1973) confirmaram empiricamente que o desenvolvimento financeiro seria a principal restrição à formação de capital nos países em desenvolvimento, com a poupança externa assumindo um papel secundário. Fry(1978) encontrou resultados semelhantes com países asiáticos. Dado porém um nível de estágio de desenvolvimento financeiro, outras variáveis tornam-se importantes na formação de poupanças. Houthakker(1961) acentua a distribuição de renda, uma hipótese comprovada empiricamente nos estudos "cross-section" entre países. A pequena variância da distribuição de renda no Brasil ao longo do tempo impede que a hipótese de Houthakker seja testada, mas não há razão lógica para rejeitar o argumento. Friend e Taubman(1966) mostraram que a propensão marginal a poupar é maior para a renda transitória do que para a renda permanente, no sentido de Friedman(1957). Williamson(1968) estimou que para países asiáticos a propensão marginal a poupar da renda transitória seria 1,5 a 2 vezes a propensão da renda permanente. Considerando a intermitência de períodos de rápido e modesto crescimento da renda, os dados brasileiros permitem averiguar esta hipótese.

A inflação é outra variável incluída dentre os determinantes da poupança, mas o sentido do seu efeito é polêmico. Um dos efeitos da inflação é desestruturar os mecanismos financeiros e portanto seria prejudicial à poupança. Por outro lado, a inflação gera incerteza, principalmente quando elevada, e a incerteza tem o efeito de

elevar a poupança voluntária como uma forma de precaução contra os imprevistos futuros. A questão é saber o efeito mais importante, e parece que a resposta varia de país para país e só pode ser obtida com a análise empírica. Wachtel (1977) por exemplo encontrou um efeito positivo da inflação sobre a poupança nos EUA. Para países em desenvolvimento Thirwall (1974) num estudo cross section, também encontrou uma relação positiva entre inflação e a taxa de poupança, porém com baixo nível de significância, resultados rejeitados pelo mesmo autor (Thirwall, 1974a), num livro publicado no mesmo ano. Thirwall, com dados "cross-section" para a America Latina, concluiu que a inflação, o crescimento do produto real e a renda per capita determinariam a taxa de poupança, com a inflação exercendo um efeito negativo na taxa de poupança. A mesma análise estimou que a taxa de crescimento do produto (bruto ou per capita)teria igualmente um efeito negativo ao contrário dos resultados de Fry (1978), Friend e Taubman (1966), e outros. Portanto, o efeito do crescimento econômico e a inflação sobre a formação de poupanças parece suscitar alguma polêmica. Como estas variáveis são ingredientes importantes na crise atual, uma análise com elas pode fornecer um ponto de partida.

Um efeito negativo da renda per capita na proporção da poupança no PIB pode significar uma elasticidade-renda menor do que um para a oferta de poupança, mas alguns experimentos com séries temporais para o Brasil mostraram que a elasticidade-renda de oferta de poupanças não difere significantemente da unidade. Portanto, não há necessidade de incluir esta variável na explicação da proporção da poupança do PIB. Da mesma forma, exaustivos testes com diversos conceitos de taxa real de juros não mostraram resultados significantes. Por enquanto, esta variável será ignorada na análise empírica, e mais adiante dedicamos uma seção ao tema.

No tocante à inflação, independente da polêmica acadêmica, o bom senso sugere que o nível da taxa de inflação *per se* não deve influenciar a proporção da poupança no PIB. Uma taxa de inflação estável de, digamos 10%, mantidas constantes as demais vari

áveis, não deve gerar uma taxa de poupança diferente de uma inflação estabilizada em 30%. Porém, uma mudança da taxa de inflação de 10% para 30%, certamente tem efeitos na formação de poupança. Ou seja, a variável relevante para a explicação de poupança deve ser a mudança na inflação. Finalmente, um crescimento do PIB real acima da taxa histórica está associado a uma renda transitória positiva na conceituação de Friedman. É de se supor, como atestam Friend e Taubman, que a propensão marginal a poupar seja mais elevada no tocante à renda transitória do que à renda permanente. Consequentemente, durante a fase de expansão no ciclo econômico, a participação da poupança no PIB deve aumentar, e vice-versa. Representando a oferta desejada de poupança por S*; o PIB, por Y; a taxa de crescimento do PIB real, por $\dot{y}$; e a mudança da inflação por $\Delta\dot{p}$, o modelo tentativo tem o formato,

$$\frac{S^*}{Y} = s + \alpha(\dot{y} - \dot{n}) + \beta\Delta\dot{p} \qquad (1)$$

onde s é a taxa de poupança livre de flutuações cíclicas; e $\dot{n}$, a taxa histórica de crescimento do PIB real.

A inércia nos hábitos de consumo sugere que os ajustes no nível desejado de poupança não ocorrem no mesmo período. Por simplicidade suporemos o modelo de ajustes distribuídos de Nerlove, em que a mudança observada na poupança é uma proporção λ da mudança desejada a longo prazo.

$$\frac{S}{Y} - L\frac{S}{Y} = \lambda\left(\frac{S^*}{Y} - L\frac{S}{Y}\right) \qquad (2)$$

onde L representa o operador retardo, tal que, para uma variável genérica X ; $X(t-1) = LX(t)$.

A forma reduzida das equações (1) e (2) tem o formato:

$$\frac{S}{Y} = \lambda s + \lambda\alpha(\dot{y} - \dot{n}) + \lambda\beta\Delta\dot{p} + (1 - \lambda)\, L\frac{S}{Y} \qquad (3)$$

simplificando, para efeitos de estimação, para:

$$\frac{S}{Y} = a + b\,\dot{y} + c\,\Delta\dot{p} + d\;\; L\,\frac{S}{Y} \qquad (4)$$

uma vez que o crescimento do PIB real $\dot{n}$ é uma constante. É fácil notar que:

$$\begin{aligned} a &= \lambda(s - \alpha\dot{n}) \\ b &= \lambda s\alpha \\ c &= \lambda\beta \\ d &= 1 - \lambda \end{aligned} \qquad (5)$$

A Figura 1 mostrou que a institucionalização da correção monetária em 1964 teve um efeito positivo não imediato na formação de poupança, e é de se esperar que em 1970 o efeito da correção monetária já estivesse incorporado na poupança. Por outro lado, as estatísticas mais confiáveis sobre as Contas Nacionais datam de 1970. Por ambos os motivos, a análise empírica compreende dados anuais de 1970 até 1984. A formação de poupança é simultâneamente causa e efeito do crescimento econômico, e esta causalidade biunívoca exigiria uma análise empírica mais cuidadosa. Da mesma forma, poupança e investimentos são iguais *ex-post* e na prática não sabemos se o modelo estimado representa a oferta de poupança ou a demanda de investimentos. Sem recorrer a um modelo de equações simultâneas[2], a análise empírica a seguir é relativamente simples, porém com resultados bastante satisfatórios.

A Tabela 4 reproduz alguns resultados. Os parâmetros têm sinais previstos e níveis satisfatórios de significância. O poder de explicação das variáveis é excelente considerando a simplicidade do modelo, e não há indícios de correlação serial de primeira ordem nos resíduos. A julgar pela última regressão, reproduzida na Figura 4, o crescimento do PIB com até dois anos de retardo tem efeitos positivos na formação da poupança corrente, enquanto a mudança na taxa de inflação, sem retardo, apresenta um efeito negativo.

A constante do modelo a, após algumas operações algébricas, pode ser utilizada para estimar a taxa média de poupança a longo prazo s, livre dos efeitos de flutuações cíclicas do PIB e de acelerações na taxa de inflação. Para uma taxa histórica de expansão do PIB de 6,6%, a taxa média da poupança corresponde a 22,6%[3], um valor que não causa polêmicas entre os economistas brasileiros. Também a julgar pelos demais parâmetros, cada um ponto de crescimento do PIB real acima da taxa histórica eleva a taxa de poupança em 1,3 pontos percentuais, e cada dez pontos percentuais de aumento na inflação reduz a taxa de poupanças em 0,6 pontos percentuais.

TABELA 4

A Explicação da Taxa de Poupança no Brasil
Período: 1970 - 84 [a]

Regressão	Constante	Crescimento do PIB ($\dot{y}$)		Mudança na inflação ($\Delta\dot{p}$) [b]	Poupança Defasada (L^S / Y)	R^2 / F	EP / DW
		Um Retardo	Dois Retardos				
1	-0,0834 (-0,30)	-	-	-	0,9806** (6,46)	0,763 41,70	2,107 1,74
2	3,3583 (0,74)	-	-	-0,0524** (-2,33)	0,8669** (5,09)	0,793 23,01	2,047 1,63
3	6,7308 (1,63)	0,3106** (2,34)	-	-0,0313* (-1,90)	0,6408** (3,67)	0,862 22,92	1,746 2,18
4	6,4465* (2,05)	-	0,6989** (3,93)	-0,0390* (-2,11)	0,4951** (3,33)	0,914 39,00	1,378 2,58
5 [c]	8,1106** (2,80)	0,1977* (2,02)	0,5897** (3,55)	-0,0382* (-2,22)	0,4093** (2,97)	0,939 38,51	1,218 2,17

Números entre parênteses correspondem à estatística "t". Parâmetros assinalados com um asterisco são significantemente diferentes de zero ao nível de 10% e com dois asteriscos, ao nível de 5%. F representa o valor de teste F; EP, o erro padrão da regressão; e DW, a estatística de Durbin-Watson.

a) As estatísticas de 1984 são preliminares

b) Inflação medida pelo Deflator Implícito das Contas Nacionais

c) Regressão reproduzida na Figura 4.

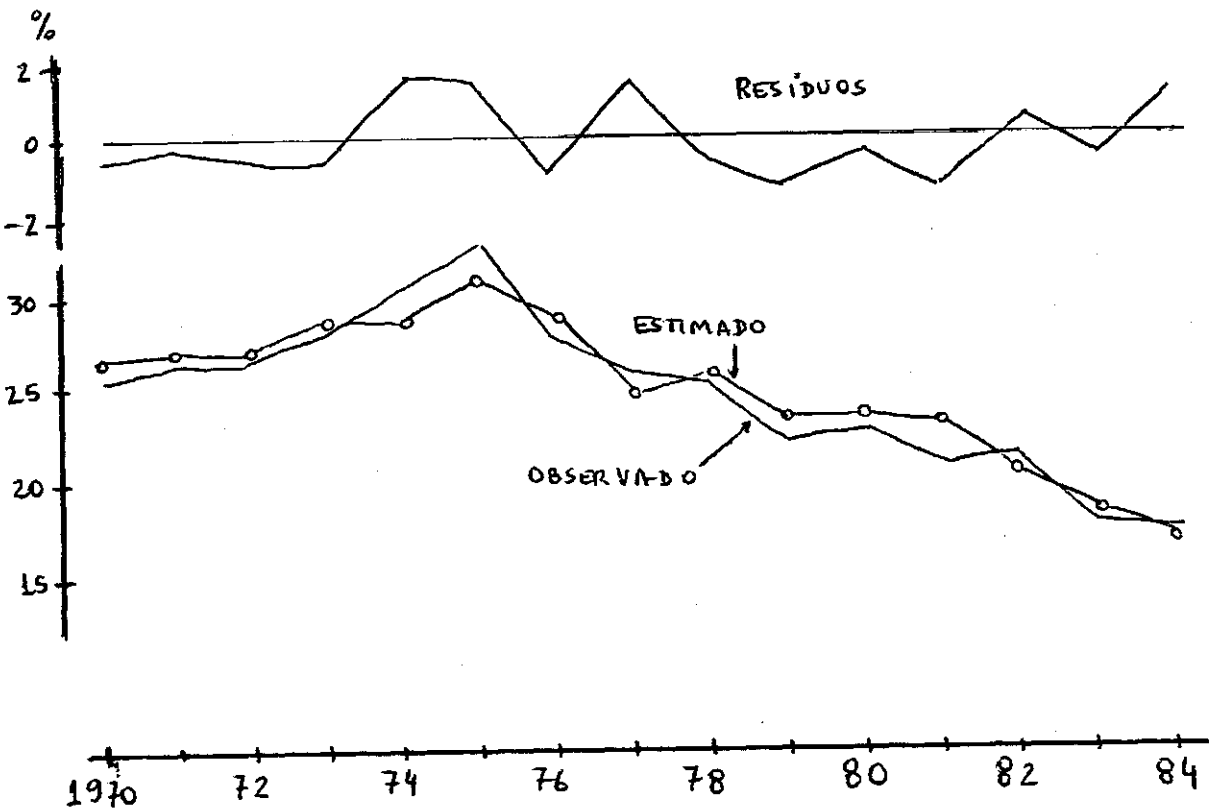

Figura 4

A Formação de Poupança
Em Percentagem do PIB

4. MITO DO CONFLITO ENTRE CRESCIMENTO ECONÔMICO E INFLAÇÃO

Portanto, a julgar pelos resultados empíricos, a queda no crescimento do PIB e o aumento da inflação seriam os principais responsáveis pela queda na formação de poupanças no Brasil nos últimos anos. Recuperar a curto prazo a oferta de poupança no ritmo dos anos 70 exigiria reduzir drasticamente a inflação dos 220% de hoje para algo próximo de 15% ao ano e ao mesmo tempo ampliar o crescimento do PIB para uns 11%. A curto prazo estes objetivos parecem inatingíveis, tanto sob o ponto de vista das restrições políticas, como sob o ponto de vista dos conflitos técnicos apontados pelos economistas mais ortodoxos.

Para estes últimos, treinados no modelo da curva de Phillips, o combate à inflação conflita com o crescimento simultâneo na taxa de crescimento do PIB real. Porém, sem maiores heresias acadêmicas, o aparato institucional do Brasil de hoje sugere que o combate eficiente aos focos básicos de inflação permite reduzi-la e simultaneamente favorece a recuperação econômica[4].

Dois aspectos marcam hoje a economia brasileira: a indexação generalizada e os gastos e déficits públicos elevados. Isoladamente são fatores inflacionários. Em conjunto, potenciam as pressões inflacionárias, reprimem o crescimento econômico e causam outros efeitos perversos.

Os bons resultados da correção monetária no Brasil até 1973 foram possíveis com o respeito a dois princípios: primeiro, a distinção entre operações e contratos a curto e longo prazo; segundo, a sua aplicação apenas nos mercados onde a sua presença era crucial (Contador, 1981). Ambos os princípios visavam salvaguardar as regras do mercado e favorecer a eficiência alocativa: o primeiro através da flexibilidade na formação das taxas de juros a curto prazo, e o segundo, através da liberdade dos mercados em determinar os preços relativos.

Por estes motivos até 1973, a correção monetária implantada no Brasil foi aplaudida como uma forma imaginosa e eficiente de evitar as distorções causadas pela inflação. O exagero chegou a tal ponto que a correção monetária foi apontada como a grande responsável pelo "milagre econômico" de 1968 a 1973. Em 1973, a economia brasileira foi atingida pelo choque do petróleo, a rigor uma forte mudança nos preços relativos. Ora, a indexação continuaria eficiente desde que os distúrbios fossem provenientes da demanda, motivados apenas por gastos ou déficits públicos elevados ou por emissões excessivas de moeda. Para outros choques, como o do petróleo, qualquer esquema rígido e mecânico de indexação seria incapaz de permitir as mudanças necessárias nos preços relativos, e o resultado lógico seria tornar mais rígida a taxa de inflação, agravar os problemas alocativos, e eventualmente prejudicar a formação de poupanças voluntárias.

A partir de 1973, a acomodação dos choques reais foi feita de duas formas: a primeira através de esquemas parciais que mantiveram a correção monetária inferior à taxa de inflação até 1981, e a segunda pelo emprego intensivo de subsídios, isenções fiscais, maior estatização e dirigismo. O governo ampliou os gastos e a sua participação na economia, principalmente através das empresas estatais, protegidas por reservas de mercado e tarifas preferenciais.

Em 1981, o governo já estava consciente dos problemas causados por choques de oferta numa economia indexada. Se os preços relativos têm pouca mobilidade, os ajustes são realizados nas quantidades, e na presença de controles sobre a demanda agregada, isto significa taxas mais baixas de crescimento do produto real, e eventualmente a recessão. Como desde 1981 não eram observados grandes choques de oferta, o governo passou a acreditar que a melhor defesa da renda doméstica seria um sistema generalizado de indexação sem espaço para expurgo dos choques de oferta. A crença na inexistência ou na pequena probabilidade de ocorrências de choques de oferta culminou com a adoção em 1983 de um esquema generalizado e instantâneo de indexação, baseado na inflação do mês anterior. Ao mesmo tempo, os

do. O pagamento dos juros reais elevados sobre a dívida pública, impossibilitado de ser coberto pelo crescimento real adequado da receita fiscal, torna inevitável o desequilíbrio financeiro do setor público. Este déficit público contribui como um fluxo negativo para reforçar o desequilíbrio do setor público. Outra fonte de exacerbação dos juros reais é a cobertura do déficit público com os empréstimos do setor financeiro. Como ilustração do processo, os empréstimos dos bancos comerciais ao governo (exclusive empresas financeiras), cresceram a sua participação no total, de 33% em 1981 contra 53% em 1984.

Como uma solução mágica e aparentemente indolor, tem sido proposto que o déficit do setor público seja coberto por emissão de moeda. Se acatada esta sugestão, o impacto inflacionário seria dos mais graves. Para uma base monetária que deve atingir Cr$ 115 trilhões em dezembro ou cerca de Cr$ 8 trilhões na média anual de 1984, a cobertura do déficit operacional de quase Cr$ 13 trilhões corresponderia a um crescimento entre 160 a 220% da base monetária, acima do crescimento previsto de 180% em 1984, ou algo entre 700 e 900%. Nestas condições, a inflação seria dantesca, aprofundando-se na área inibidora da produção. As taxas reais de juros também não diminuíram apesar da liquidez nominal aparentemente frouxa, pois teriam incorporado o prêmio para risco inflacionário. A rolagem da dívida pública teria que aceitar as regras do mercado, e conseqüentemente, o desequilíbrio do setor público permaneceria.

A política econômica, aliada ao amplo sistema de indexação, tem ainda o efeito de atrelar à inflação uma série de instrumentos; em particular: a política cambial, os salários, os preços administrados e a base monetária. Com isto, o governo voluntariamente abriu mão do poder que detinha em controlar os instrumentos de política econômica, tornando-os passivos e adaptativos às circunstâncias.

Num regime de indexação generalizada, rígida e instantânea, o sistema produtivo fica vulnerável a choques de oferta, felizmente pouco graves em 1984. Entretanto, é impossível garantir con

dições tão favoráveis para o futuro, principalmente considerando a fragilidade da política cambial. Se ocorrerem choques de oferta, a inflação deve deslocar-se para um novo patamar, prontamente endossado pela política monetária passiva. A inflação mais elevada por sua vez, vai realimentar o sistema de indexação, iniciando um novo processo na economia.

Em resumo, os principais ingredientes da crise atual são o déficit público, a indexação generalizada, a endogeneização desnecessária dos instrumentos da política econômica, e a dificuldade de obter poupanças externas. A combinação destes focos gera a taxa de inflação elevada, o crescimento econômico reprimido e uma série de outros efeitos. Por estas características especiais da economia brasileira de hoje é possível rejeitar o dilema da curva de Phillips. A redução drástica dos déficits e gastos públicos permitirá simultâneamente reduzir a inflação e restaurar o crescimento do PIB e do emprego. Coincidência ou não, a análise empírica mostrou que eles seriam os principais determinantes da formação de poupança no Brasil.

Ora, desde 1981 estas duas variáveis têm exercido um impacto negativo na formação de poupança no Brasil. Como anular os efeitos negativos da inflação elevada e da queda do PIB ? Perante a evidência de queda na formação de poupanças, o governo imaginou que o aumento da taxa real de juros seria um estímulo suficientemente poderoso para retornar a formação de poupança aos níveis da década de 70.

5. JUROS REAIS E OS ESTÍMULOS À POUPANÇA

Desde 1979, a poupança doméstica teria que expandir-se por três motivos. Primeiro, para substituir a poupança externa em extinção. Segundo, para permitir a aceleração de acumulação de capital, no mínimo aos níveis dos 28 - 30% do PIB dos anos 1972-76. E terceiro, eventualmente compensar a remessa de poupança ao exterior por força do ajuste inevitável no balanço de pagamentos. Este esforço, por si só extraordinário, considerando as magnitudes envolvidas, seria ainda dificultado pela recessão desde 1981.

5.1 - Os Falsos Estímulos

O crescimento da poupança do setor privado nos anos 70, sem dúvida alguma, deveu-se à implantação em 1964 da correção monetária nos ativos financeiros de longo prazo, e este tema é bem examinado por Ness (1974). O mecanismo de correção monetária restaurou o interesse por ativos financeiros de longo prazo e o seu efeito no desenvolvimento do sistema financeiro foi impressionante. Canais mais eficientes de intermediação financeira permitiram que a taxa de poupança privada evoluísse dos 13 - 15% no início da década de 60 para os 17 - 20% do PIB no começo dos anos 70.

Antes da instituição da correção monetária, as taxas nominais de juros eram inferiores à inflação. Após 1964, as taxas reais aumentaram substancialmente, tornando-se positivas na maioria das vezes. Uma análise apressada diria então que o aumento da taxa de poupança dos 15% antes de 1964 para os 25 a 30% da década de 70 teria sido uma resposta lógica à taxa real de juros positiva. E foi baseada nesta idéia — endossando mais a crença popular do que a teoria — que o governo brasileiro imaginou que a formação da poupança doméstica poderia ser restaurada com aumentos da taxa real de juros. Ora, a relação entre juros e poupança agregada envolve diversos problemas teóricos e empíricos. No tocante aos problemas teóricos, os mais sérios são a separação dos efeitos substituição e renda, a qua

lificação do papel das expectativas e o horizonte relevante para a formação de poupança. É mais provável que a taxa de juros — ou a sua estrutura — sejam mais relevantes para determinar os mecanismos de distribuição dos recursos entre os vários ativos e atividades do que propriamente afetar a poupança agregada[5]. No tocante aos problemas empíricos, além dos causados pela dúvida se a função estimada refere-se à poupança ou ao investimento, diversos trabalhos mostram que, mesmo nas economias com dados confiáveis, não é possível concluir em favor da existência de efeitos de juros na poupança. Não obstante, existem alguns poucos estudos que estimaram uma relação positiva entre juros e poupança (Fry, 1978; Williamson, 1968 e Wright, 1976).

Apesar do seu fácil apelo popular e das parcas evidências para outros países, no Brasil a análise empírica não confirma a dependência entre juros e poupança. Outros experimentos — não reproduzidos aqui — indicaram que no período pós-1964, o efeito da taxa real de juros nas poupanças não foi significantemente diferente de zero. A mudança na inflação e o crescimento do PIB permaneceram sempre, isolados ou em conjunto, como os principais determinantes da poupança.

Isto não significa porém, que a oferta de poupanças seja insensível à taxa de juros. Uma hipótese ditada pelo bom senso — embora de difícil comprovação empírica — diria que a alta elasticidade de poupança em relação à taxa real de juros deve ocorrer apenas no seu segmento negativo, conforme mostra a Figura 5. Medidas que transformem juros reais negativos em positivos — como a formalização de indexação — elevam a poupança financeira e certamente a poupança em recursos reais (Ness, 1974). Porém, para taxas positivas de juros reais, a oferta de poupança torna-se inelástica, e os seus principais determinantes a curto prazo passam a ser as flutuações cíclicas na renda real e as mudanças na inflação, e a longo prazo, os hábitos e aparato institucional. Ora, desde 1981 no Brasil as taxas reais de juros têm sido positivas e elevadas, pressionadas pela emissão de títulos da dívida pública e pelo crédito escasso.

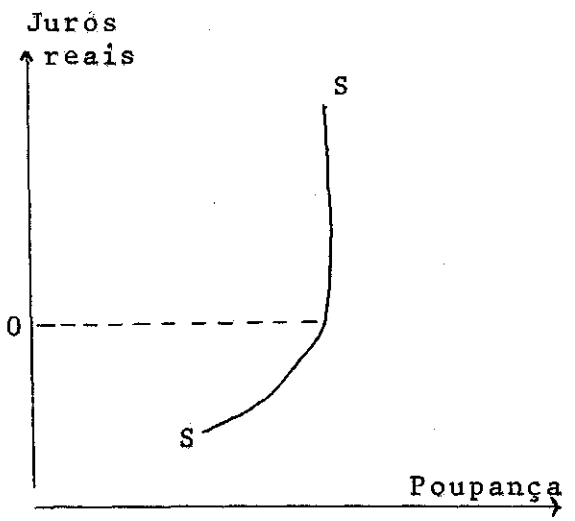

Figura 5

A Taxa Real de Juros e a
Oferta de Poupanças Voluntárias

Portanto, a oferta de poupança já se encontraria no seu ramo inelástico. Nestas circunstâncias seria desnecessário ampliar os estímulos à poupança, tais como os incentivos fiscais exagerados e a correção mensal. Pelo contrário, paradoxalmente, a indexação, que no passado foi apontada como restauradora do mercado de capitais e da formação de poupanças voluntárias no Brasil, é hoje prejudicial aos contratos e aplicações de longo prazo.

O esquema de indexação atualmente em vigor reajusta mensalmente preços, saldos e taxas de juros com base na inflação do mês anterior. O encurtamento dos intervalos de reajuste teve o efeito indesejável de favorecer os contratos e operações a curto prazo em detrimento dos contratos e acordos a longo prazo, em evidente prejuízo dos investimentos produtivos. Com a generalização do reajuste mensal pelo mercado de poupança, os indivíduos passaram a dispender recursos e fatores na tarefa improdutiva de previsão de índices mensais de correção, dedicando-se cada vez mais às aplicações financeiras de curtíssimo prazo.

5.2 - Os Verdadeiros Estímulos

Descartados os estímulos inócuos através de taxas reais de juros cada vez mais elevadas, as soluções preconizadas para ampliar a formação de poupança no Brasil apontam três recomendações nesta ordem de importância: primeiro, reduzir a inflação: segundo, e quase uma conseqüência da anterior, restaurar o mínimo de crescimento econômico: e terceiro, modificar o sistema vigente de indexação. Felizmente, as três recomendações não conflitam entre si, desde que acopladas a uma estratégia coerente, tornada pública e que inspire confiança na sociedade. A formação de expectativas favoráveis é um ingrediente crucial para bons resultados a curto prazo.

A retomada do crescimento econômico e a queda da inflação exigem hoje o controle dos gastos e do déficit público, e medidas complementares de flexibilidade dos preços relativos. A magnitude do déficit público assume destaque nos desequilíbrios atuais da eco

nomia brasileira. Independente se encarado ou não como foco central do processo inflacionário, o déficit do setor público, aliado aos crescentes gastos em termos reais, representa a asfixia e estreitamento direto do espaço econômico e da liberdade do setor privado.

No tocante às mudanças no sistema de indexação, a flexibilidade dos preços relativos é uma exigência central para integrar o combate à inflação na estratégia comprometida com o relançamento da economia. Apesar dos avanços no ajustamento da economia, em particular nos preços agrícolas, de energia, dos serviços e tarifas públicas, é preciso manter em mente o carater dos preços relativos. Dificultar as mudanças nos preços relativos com mecanismos automáticos e instantâneos de reajustes significa retardar o ajustamento da economia e inibir o próprio relançamento. Mais importante é restringir a correção monetária aos contratos e operações de longo prazo, com regras estáveis e transparentes de reajustes, preferivelmente baseadas em médias de três ou seis meses da inflação. Operações e contratos com prazo inferior a doze meses devem ser isentos da garantia da indexação oficial, com plena liberdade aos contratantes.

Caso contrário, mesmo com a queda dos gastos e déficit público, a atual indexação, generalizada e instantânea dos preços e rendas, continuaria como um obstáculo a conclusão da fase atual de ajustamento, e seria portanto, o principal motivo de resistência à queda da inflação. Negar a liberdade de preços, com a manutenção dos esquemas rígidos de indexação, é negar a necessidade de revisar a distribuição de rendas e de poder na economia. Conseqüentemente, é básico uma revisão drástica da filosofia e das formas da operacionalização do instituto de indexação no Brasil.

6. CONCLUSÕES

Este artigo retratou a evolução da formação de poupanças no Brasil, em particular a sua relação com a crise econômica, visualizada de forma mais clara a partir de 1982, mas com origens desde o primeiro choque de petróleo em 1973.

A institucionalização da indexação em 1964 forneceu um surpreendente crescimento na formação de poupanças, dos 15% no início da década dos 60 até quase 30% na primeira metade da década seguinte. A indexação, inclusive mais generalizada, não evitou, porém, que a taxa de poupança retrocedesse para 17% em 1983/84. Duas variáveis: a queda na inflação e o elevado crescimento econômico foram os principais determinantes da expansão das poupanças no passado, e as mesmas variáveis atuando agora em sentido contrário explicariam a queda na taxa de poupança a partir de 1981. Uma análise empírica dos determinantes da oferta de poupanças mostrou que a inflação e o crescimento do produto real têm efeitos significantes, o primeiro afetando negativamente e o segundo, positivamente a poupança. Ampliar a taxa de poupança exige assim que a inflação caia e a economia brasileira volte a crescer.

Entretanto, dentro do ambiente institucional brasileiro, o elevado déficit do setor público e a indexação generalizada impedem a queda da inflação e a retomada do crescimento econômico. A conclusão é evidente: é necessário controlar os gastos do setor público, tornando as suas contas mais transparentes e submissas ao controle da sociedade, e ao mesmo tempo dar mais flexibilidade à correção monetária.

NOTA DE RODAPÉ

(1) Uma descrição detalhada é apresentada em Medeiros(1981).

(2) Um teste empírico mais cuidadoso poderia recorrer ao modelo descrito em Leff e Sato (1975).

(3) Ou seja

$$s = \frac{a + bn}{1 - d} = \frac{8,11 + 0,79 \times 6,6}{0,59} = 22,58$$

$\alpha = 1,34$

$\beta = -0,06$

$\lambda = 0,59$

(4) Este tema é bem explorado no trabalho da Câmara de Estudos e Debates Econômicos e Sociais (1983) e em Contador (1984). O Desafio da Renegociação: Uma Saída Articulada, (Rio de Janeiro, agosto de 1983) e em Claudio R. Contador, "Os Focos da Inflação e as Propostas Reformistas", Conjuntura Econômica, vol. 38, nº 12, dezembro de 1984.

(5) Esta posição e suas implicações está bem colocada na resenha de Mikesell e Zinser (1973).

BIBLIOGRAFIA

1. CÂMARA DE ESTUDOS E DEBATES ECONÔMICOS E SOCIAIS. O desafio da renegociação: uma saída articulada. Rio de Janeiro, 1983.

2. CONTADOR, C.R. Os focos da inflação e as propostas reformistas. Conjuntura Econômica. Rio de Janeiro, 38 (12), dez. 1984. Separata.

3. _____. Monetary correction in Brazil: myth and reality. In: CONFERÊNCIA INTERNACIONAL SOBRE EL DESARROLLO FINANCIERO DA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE, Caraballeda, La Guaira, Venezuela. Abr. 1981.

4. CHRISTIAN, J.W. & PAGOULATOS, E. Domestic financial markets in developing economics: an econometric analysis. Kiklos, 26: 75-90, 1973.

5. FRIEDMAN, M. A theory of the consumption function. Princeton, N.J., Princeton University Press, 1957.

6. FRIEND, I. & TAUBMAN, P. The agregate propensity to save: Some concepts and their application to international data. Review of Economics and Statistics. Amsterdam, 46, May 1966.

7. FRY, M.J. Money and capital or financial deepening in economic development ? Journal of Money, Credit and Banking. Columbus, Ohio, 10: 464-5, nov. 1978.

8. HOUTHAKKER, H.S. An international comparison of personal savings. Bulletin of the International Statistical Institute. Harlow, Essex, 38: 55-69, 1961.

9. LEFF, N.H. & SATO, K. A Simultaneous - equations model of savings in developing countries. Journal of Political Economy. Tokyo 83: 1217-28, Dec. 1975.

10.MCKINNON, R.I. Money and capital in economic development. Washington, The Brookings Institution, 1973.

11.MEDEIROS, P.T. El desarrollo del sistema financiero y los mercados de valores: el caso del Brasil. In: PAUL, B, ed. El desarrollo financiero de America Latina y el Caribe. Caracas, Instituto Interamericano de Mercados de Capital, 1981.

12.MIKESELL, R.F. & ZINSER, J.E. The nature of the savings function in developing countries: a survey of the theoretical and empirical literature. The Journal of Economic Literature. Nashville, Tenn., 11 (1): 26, Mar. 1973.

13.NESS, W.L., Jr. Financial markets innovation as a development strategy: initial results from the brazilian experience. Economic Development and Cultural Change. Chicago, Ill., 22: 453-72, Apr. 1974.

14.SHAW, E.S. Financial deepening in economic development. New York, Oxford University Press, 1973.

15.THIRLWALL, A.P. Inflation and savings ratio across countries. Journal of Development Studies. London, 10: 143-74, Jan. 1974.

16._____. Inflation, saving and growth in developing economies. London, Macmillan, 1974a.

17.WACHTEL, P. Inflation, uncertainty and saving behavior since the mid-1950s. Explorations on Economic Research, 4 (4): 558-78, Oct. 1977.

18.WILLIAMSON, J.G. Personal saving in developing nations: an intertemporal cross section from Asia. The Economic Record. Bundoora, 44: 194-289, Jun. 1968.

19. WRIGHT, C. Some evidence on the interest elasticity of consumption. American Economic Review. Nashville, Tenn., 57: 850-4, Sept. 1976.