

ipea - INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA
CGFP - Coordenação Geral de Finanças Públicas

Poupança, Investimento e o Financiamento do Desenvolvimento Brasileiro

Francisco Pereira (Coordenador)
Adolfo Sachsida
Alexis Maka
Bolívar Pêgo Filho
Giovani Monteiro Melo
José Coelho Matos Filho
José Oswaldo Cândido Júnior
Marcelo Abi-Ramia Caetano
Marly Matias Silva
Maurício Mota Saboya Pinheiro
Rogério Boueri Miranda
Waldery Rodrigues Júnior

Versão Preliminar Revista
Para Discussão Interna

Brasília, 23 de junho 1998

Poupança, Investimento e o Financiamento do Desenvolvimento Brasileiro

Francisco Pereira (Coordenador)

Adolfo Sachsida

Alexis Maka

Bolívar Pêgo Filho

Giovani Monteiro Melo

José Coelho Matos Filho

José Oswaldo Cândido Júnior

Marcelo Abi-Ramia Caetano

Marly Matias Silva

Maurício Mota Saboya Pinheiro

Rogério Boueri Miranda

Waldery Rodrigues Júnior

Versão Preliminar Revista
Para Discussão Interna

Brasília, 23 de junho 1998

SUMÁRIO

1. Introdução	1
2. Poupança Externa e o Financiamento do Desenvolvimento	3
2.1. Solvência Intertemporal e Sustentabilidade de Déficits	3
2.2. Substitutibilidade entre Poupanças Externa e Interna	6
3. Poupança Doméstica: Evolução e Perspectivas	8
3.1. Evolução Recente	8
3.2. Perspectivas.	11
3.3. Cenários Alternativos	15
- Reforma Tributária	15
- Reforma Previdenciária	16
- Alterações na Relação Capital-Produto	17
- Alterações na Poupança Externa	19
3.4. Poupança Compulsória: O Papel dos Fundos Públicos	20
3.4.1. Evolução Recente	21
3.4.2. Perspectivas	23
4. Poupança e Investimento	28
5. Conclusão	33
Apêndice - Modelo Macroeconômico de Poupança Doméstica	35
Bibliografia	36

1. Introdução

Numa economia aberta, a elevação do investimento, sem o devido aumento nas poupanças pública ou privada, contribui para o superávit da conta de capital e para o déficit de transações correntes. Hoje, no Brasil, o déficit em conta-corrente reflete uma redução da taxa de poupança doméstica, particularmente devido ao déficit orçamentário, que leva a uma dívida externa crescente, a ser paga no futuro. A taxa de poupança, por sua vez, determina os níveis de capital e produto possíveis. Duas questões básicas emergem: definir que parcela do produto deveria ser consumida (e poupada); e o que fazer para alcançá-la. A escolha da taxa de poupança pela sociedade tem custos e benefícios associados às alternativas. As políticas públicas podem aumentar a poupança nacional de duas formas: diretamente, mediante o aumento da poupança pública e, indiretamente, estimulando o aumento da poupança privada - empresas e famílias.

A consequência do declínio da poupança doméstica é uma dependência crescente do capital externo para financiar os investimentos. Baixa taxa nacional de poupança acarreta déficit em transações correntes, especialmente se o investimento é crescente. A queda daquela se dá, geralmente, por duas razões: uma acentuada despoupança pública (déficits orçamentários do governo) e declínio da poupança familiar em favor do consumo. Dessa forma, a eliminação do déficit orçamentário do governo permite elevar a poupança interna, contribuindo para o equilíbrio da balança comercial e a redução da dependência ao financiamento externo. Independente da restrição de poupança exposta acima, é sempre importante o aprimoramento do mecanismo poupança-intermediação financeira - investimento no país.

A poupança total de um país, somatório das poupanças pública, privada e externa, determina a quantidade de capital que a economia pode dispor no futuro. O investimento, por seu lado (nas suas três vertentes: capital fixo, habitação e estoques), é o componente mais volátil do produto, muito sensível aos fundamentos da economia. Seu estudo permite entender melhor as flutuações na produção de bens e serviços, e as perspectivas do crescimento econômico.

Assim, o objetivo deste trabalho é estudar a poupança disponível para financiamento do potencial de investimento no país. A análise começa pela restrição externa, passando pela poupança doméstica e a apresentação de cenários para o período 1998-2006. Identificam-se possibilidades de utilização de novos instrumentos de intermediação financeira, concluindo-se pela análise do investimento potencial esperado no país nos próximos anos..

Após essa introdução, o capítulo 2 aborda a questão da poupança externa. Explora as condições e os limites para a absorção desta e seus impactos sobre a formação da poupança doméstica. O capítulo 3 atém-se à poupança interna. Nele é descrito o seu comportamento recente e formuladas hipóteses

sobre a trajetória desta variável em cenários alternativos. Analisam-se, ainda, as perspectivas dos fundos de poupança compulsória. Por fim, o capítulo 4 discute a canalização da poupança para o investimento produtivo. Inicialmente, trata das condições, técnicas e institucionais, que facilitam a intermediação financeira. Depois, descreve o comportamento recente e as perspectivas dos investimentos privados e estatais no Brasil.

Independente dos elementos objetivos da análise, é fundamental o empenho do governo federal no sentido de melhorar sua credibilidade junto aos agentes econômicos, com vistas à redução do risco Brasil e conseqüentemente das taxas de juros. Para tanto, é necessário compromisso com metas fiscais e ações planejadas.

2. Poupança Externa e o Financiamento do Desenvolvimento.

Na busca do bem-estar social as nações perseguem dois objetivos fundamentais: a estabilidade dos preços e o crescimento econômico sustentado. Desse ponto de vista o Plano Real pode ser considerado um sucesso na medida em que tem permitido ao país alcançar ambos objetivos. Entretanto, em virtude do processo de reestruturação produtiva em curso, observou-se contínua deterioração das contas externas do país, com o déficit da balança comercial elevando-se de 5,5 bilhões de dólares em 1996 para 8,3 bilhões em 1997, enquanto seu déficit em conta corrente passava de 3,14% do PIB para 4,2% no mesmo período.

Diante da baixa taxa de poupança doméstica (15,85% do PIB em 1996), a participação da poupança externa, na forma de déficit(s) do balanço de pagamentos em conta corrente, torna-se extremamente importante como fonte complementar de financiamento enquanto são encaminhadas as reformas econômicas que viabilizarão a elevação desse nível de poupança. Por outro lado, visto que independentemente da forma como é financiado déficits em conta-corrente implicam aumento do ativo externo líquido do país, a ocorrência de persistentes déficits depende da disposição por parte dos investidores estrangeiros de financiar nosso desequilíbrio externo, seja mediante empréstimos (como na década de 70), seja por meio da captação de recursos via bônus e investimentos - diretos e de *portfolio* (como na década de 90).

A crise mexicana de dezembro de 1994 e a recente crise asiática ilustram bem os riscos associados a este tipo de estratégia, magnificados pela crescente integração financeira internacional e pelo elevado grau de sofisticação dos instrumentos financeiros que conferem um alto nível de mobilidade aos fluxos de capitais, tornando-os potencialmente voláteis e aumentando a vulnerabilidade das economias receptoras de recursos externos. A seguir serão analisadas as perspectivas quanto à participação da poupança externa como fonte de financiamento do desenvolvimento à luz da consistência do programa de estabilização ora em curso, apontando para os desafios a serem enfrentados.

2.1. Solvência Intertemporal e Sustentabilidade de Déficits

O fundamental para que o país obtenha acesso a um volume maior de recursos externos, é que ele seja capaz de ao longo do tempo gerar recursos que lhe permitam honrar os encargos decorrentes dos investimentos estrangeiros, sejam eles juros, lucros ou dividendos. Conceitualmente isto equivale à exigência que o país seja intertemporalmente solvente, isto é, que o país respeite a sua

restrição orçamentária intertemporal, de modo que o valor atual das transferências de recursos para o exterior iguale-se ao valor presente de seu passivo externo. Portanto, a solvência intertemporal de uma nação endividada externamente implica na necessidade de geração de superávits no balanço de bens e serviços não fatores.

Para isso, é importante que os recursos externos sejam utilizados em atividades que aumentem a capacidade produtiva do país, pois, caso contrário, isto é, se os recursos obtidos forem utilizados para financiar o consumo presente, permanecendo tudo mais constante, cortes no consumo privado, gastos do Governo e/ou investimentos serão necessários no futuro como forma de permitir a transferência de recursos para o pagamento dos encargos externos.

Nesse sentido, dada a necessidade de geração de superávits no balanço de bens e serviços não fatores e que os encargos externos são denominados em moeda estrangeira, é essencial que os recursos externos sejam empregados de forma a permitir o aumento da produtividade e da competitividade do país.

Com o objetivo de determinar a parcela mínima de recursos da economia brasileira que deve ser empenhada para o pagamento dos encargos do passivo externo¹ para que a utilização da poupança externa no financiamento do desenvolvimento seja sustentável, construiu-se um índice de sustentabilidade. Para atender tal objetivo esse índice deve ser consistente com:

(i) a solvência intertemporal, fazendo a trajetória do passivo externo respeitar a restrição orçamentária intertemporal do país;

(ii) uma trajetória não explosiva da relação entre o passivo externo e os recursos do país (como por exemplo a relação passivo externo/PIB), uma vez que se os encargos externos tornarem-se uma parcela crescente dos recursos, dúvidas surgirão não apenas sobre a capacidade, mas também sobre o desejo do país em honrar os seus compromissos externos.

Para o cálculo do índice para o Brasil dividiremos o horizonte em três períodos distintos:

1^o) 1995-2001: em virtude do ajustamento aos processos de consolidação da estabilização e de abertura comercial, o país incorre em sucessivos déficits na balança de bens e serviços não fatores mais transferências unilaterais que atinge seu auge em 1997 e segue uma trajetória declinante até chegar ao equilíbrio no ano 2001, de modo que durante este período observamos um aumento substancial do passivo externo tanto em níveis absolutos como também relativos;

2^o) 2002-2005: o país começa a colher os frutos das reformas econômicas e dos investimentos estrangeiros, passando a gerar sucessivos superávits na balança de bens e serviços não

¹ Passivo Externo Líquido = Dívida Externa Bruta + Estoque de Capitais Externos de Risco Investidos no País - Estoque de Capitais Nacionais Investidos no Exterior - Saldo das Reservas Internacionais.

fatores que serão utilizados no pagamento de uma parte dos encargos externos, refinanciando-se o pagamento do restante (inclusive das amortizações). Admitimos que em 2005 a relação passivo externo/PIB atinge o seu valor de equilíbrio;

3ª) 2006 em diante: a economia brasileira atinge o equilíbrio, mantendo a relação passivo externo/PIB de equilíbrio.

Para efeito de comparação com o cenário base, faremos também a simulação de um cenário alternativo no qual em virtude de condições externas menos favoráveis o Brasil é levado a reduzir mais rapidamente seu déficit em conta corrente, acelerando o processo de reversão do balanço de bens e serviços não fatores, que agora atinge o equilíbrio no ano 2000 (e não 2001 como no cenário base). Com base nas hipóteses adotadas² observamos que o déficit em conta corrente como proporção do PIB atinge seu máximo em 1997, quando então passa a reduzir-se gradualmente até o momento em que o país torna-se superavitário no balanço de bens e serviços não fatores (2000/2001). A partir daqui há substancial redução desta relação, em direção ao seu nível de equilíbrio, esperado para 2005/2006 (cf. quadro 1).

Quadro 1
Projeções para o Setor Externo: 2005/2006

	Cenário Base	Cenário Alternativo
--	--------------	---------------------

Índice de Sustentabilidade	1,67%	1,63%
Déficit em Conta Corrente/ PIB de equilíbrio	2,36%	2,30%
Passivo Externo/PIB de equilíbrio	41,79%	40,75%

Isso mostra que, para absorver poupança externa de forma sustentável, o Brasil deveria, uma vez terminado o ajustamento aos processos de consolidação da estabilização e de implementação das reformas econômicas, gerar superávits anuais na balança de bens e serviços não fatores que somados às transferências unilaterais, correspondam à 1,67 % do PIB no caso do cenário base, ou à 1,63% no cenário alternativo. Os resultados sugerem que o equilíbrio externo de longo prazo da economia seria compatível com um déficit em conta corrente da ordem de 2,36% do PIB e um passivo

² As hipóteses adotadas para os cenários base/alternativo foram as seguintes:

(i) crescimento do PIB (%): 2/1.5 (1998); 4.1/2,5 (1999); 4.2/3 (2000); 4.3/4 (2001); 4.4/4 (2002); 4.5/4.5 (2003); 5/5 (2004); 6/6 (2005);

(ii) taxa média de remuneração do passivo externo: 7.6 /7.6(1998-2000); 8/8 (2001-2005);

(iii) saldo do balanço de bens e serviços não fatores mais transferências unilaterais (em US\$ bilhões): -11.5/ -9.5 (1998); -8.5/-5.5 (1999); -4/0 (2000); 0/- (2001).

externo correspondente a 41,79% do PIB no caso do cenário base, ou de 2,30 e 40,75% , respectivamente, no cenário alternativo.

Para um país como o Brasil, devedor externo líquido incorrendo em sucessivos déficits comerciais e em conta corrente, a sustentabilidade da política macroeconômica requer a reversão dos atuais déficits comerciais. A atual estratégia econômica será insustentável se conduzir o país a uma crise (por exemplo, um colapso cambial que impossibilite honrar seus compromissos externos) ou à uma mudança drástica de política econômica (por exemplo, uma súbita contração monetária que cause forte recessão). A crise ou a mudança drástica podem ser provocadas por um choque interno ou externo que em conjunto com uma elevada relação déficit em conta corrente/PIB resulte em perda de confiança dos investidores e fuga de capitais. A questão que se coloca é se a reversão do balanço comercial do país pode ser conseguida de forma relativamente suave, sem maiores custos do ponto de vista da atividade econômica (cenário base), ou se ela deve ser conseguida de forma mais abrupta, em virtude de possível interrupção dos influxos de capitais e/ou da ameaça de ataques especulativos contra a moeda nacional, cujo impacto sobre a economia brasileira é muito difícil de avaliar *a priori*.

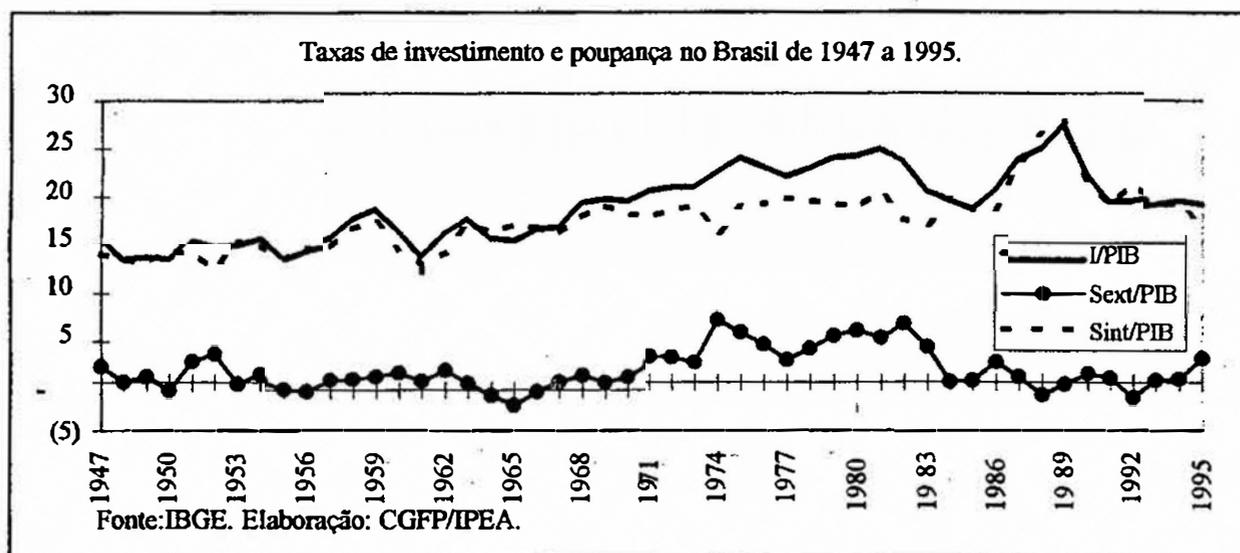
2.2. Substitutibilidade entre Poupanças Externa e Interna

Além dos problemas da solvência intertemporal, sustentabilidade dos déficits em conta corrente e trajetória de absorção de poupança externa, outro ponto crucial para o financiamento do desenvolvimento brasileiro é o de se estabelecer a relação entre as poupanças interna e externa. Assim, fazem-se necessárias apreciações empíricas sobre a relação entre essas duas formas de poupança. Seguiu-se, para tanto, a metodologia de correlações entre poupança doméstica e investimento, tal como sugerida por Feldstein & Horioka (1980). Estes realizaram uma regressão da taxa de investimento/PIB contra a taxa de poupança doméstica/PIB. Caso o coeficiente desta se aproxime de 1 (um), isto seria um indicativo de que a poupança doméstica gera investimentos no próprio país. Assim, aumentos da taxa de poupança resultariam em aumentos na taxa de investimento.

A base de dados utilizada são as Contas Nacionais do IBGE no período 1947-1995. O comportamento das taxas de investimento, poupança interna e externa estão apresentados no Gráfico 1. Como pode ser visto, a taxa de poupança externa aparenta ter um comportamento estacionário,

enquanto as séries das taxas de investimento e poupança interna tendem a mostrar um comportamento não-estacionário

Gráfico 1



Os resultados da regressão pelo método de mínimos quadrados generalizados (GLS) indicam que as duas poupanças são substitutas. O coeficiente de $-0,33$ obtido na regressão sugere que para cada aumento de um ponto na taxa de poupança interna, a taxa de poupança externa diminui $0,33$.

O teste de Feldstein-Horioka (1980) em séries temporais para a base de dados brasileira indicou um coeficiente de $0,67$ estimado por GLS, ou seja, o acréscimo de 1 ponto na taxa de poupança interna brasileira aumenta a taxa de investimento em $0,67$. A explicação para o resultado é simples. Dado que o aumento de um ponto da taxa de poupança interna está associado a uma redução de $0,33$ ponto na taxa de poupança externa, a taxa de poupança total (que é a própria taxa de investimento) cresce somente em $0,67$. Justo a diferença entre o aumento na taxa de poupança interna e a redução na taxa de poupança externa. Na verdade, os testes de Feldstein-Horioka (1980) e de substitutibilidade são equivalentes

3. Poupança Doméstica: Evolução e Perspectivas

Uma vez que existem limitações à absorção de poupança externa, tanto no que diz respeito à solvência intertemporal, quanto à sua substitutibilidade pela poupança doméstica, o grande alvo da política econômica deve ser o fortalecimento desta última.

3.1. Evolução Recente

As taxas médias de poupança global no Brasil têm apresentado tendência declinante a partir do final dos anos setenta. Entre 1991-96, a taxa média de poupança total foi de 19,4% do PIB, enquanto nos períodos 1981-90 e 1971-80, este valor atingiu, respectivamente, 20,8% e 21,8% do PIB (cf. Tabela 1). Tal comportamento se deve, em grande parte, à poupança pública que desde o final da década de 70 apresenta tendência declinante, passando de uma posição superavitária para deficitária, e à queda da poupança externa, a partir de meados dos anos 80.

Tabela 1
Taxas de Poupança¹ no Brasil : 1971-96

Período	Poupança Privada (A) ³	Poupança do Governo (B) ⁴	Poupança Doméstica (C=A+B)	% do PIB	
				Poupança Externa (D)	Poupança Total (E =C+D)
1971-80* ²	12,35	5,58	17,93	3,87	21,80
1981-90 ²	19,67	-0,40	19,27	1,57	20,84
1991-96 ²	16,95	1,59	18,54	0,83	19,37
1991	14,24	3,51	17,75	0,36	18,11
1992	17,84	2,18	20,02	-1,60	18,42
1993	16,65	2,45	19,10	0,18	19,28
1994	16,15	4,30	20,45	0,30	20,75
1995	19,71	-1,65	18,06	2,48	20,54
1996	17,11	-1,26	15,85	3,27	19,12

Fontes: IBGE (Novo Sistema de Contas Nacionais), BACEN, SPE/MF, IPEA/GAC. Elaboração CGFP/IPEA.

Notas : 1. Medidas a preços correntes; 2. Média no período; 3. Inclui empresas estatais federais, estaduais e municipais e exclui variações de estoques; 4. Refere-se à poupança das administrações públicas federais, estaduais e municipais, conforme classificação das Contas Nacionais - IBGE; medida como a diferença entre investimento público e déficit operacional destas esferas; a média anual da poupança pública na década de 70 não é estritamente comparável à dos anos seguintes. * Giambiagi, F. (1997) : "Cenário Macroeconômico 1997-2002, BNDES.

A poupança privada vem substituindo a poupança do governo ao longo dos anos, sobretudo na década de 80, quando o setor público necessitou de elevados fluxos de recursos para o financiamento das dívidas externa e interna. No período 1991-96, a taxa média de poupança privada em torno de 17% foi insuficiente para garantir taxas de crescimento da economia acima da média de 3% a.a. observada nos três últimos anos.

O Plano Real inicialmente aumentou o consumo privado e manteve a mesma taxa de poupança interna privada, apesar da retomada do crescimento econômico. Estimativas preliminares apontam uma taxa média de poupança privada de 17,2% do PIB no período 1996/97³, enquanto no biênio 1992/93 esta taxa foi de 17,3%. Os fatores que explicam este comportamento são: maior acesso ao mercado consumidor de classes de baixa renda, que se beneficiaram com o fim do imposto inflacionário; valorização da taxa de câmbio e aprofundamento da abertura comercial, que impulsionaram as importações; e a expansão do crédito ao consumidor. Entre agosto/94 e outubro/97 os empréstimos do setor financeiro ao setor privado e às pessoas físicas cresceram em termos reais 157,4% e 38,4%, respectivamente, destinados a financiar o consumo de bens duráveis, como automóveis e eletrodomésticos. Após este período, a tendência foi de redução dos empréstimos ao setor privado devido ao aumento da taxa de juros⁴ e da inadimplência do sistema financeiro como consequência da crise financeira da Ásia.

O comportamento da poupança pública está limitado pela rigidez de alguns itens da despesa e à menor flexibilidade para aumentar as receitas, dada a grande participação de receitas temporárias, particularmente em 1997⁵. As despesas previdenciárias e com pessoal em 1997 representaram cerca de 76,0% do gasto total não-financeiro da União, estados e municípios. Por sua vez, a carga fiscal bruta em 1997, já se situava no patamar de 30,0% do PIB, tendo somado 29,2% em 1996.

Do lado das despesas previdenciárias, este comportamento é explicado não apenas pelo envelhecimento natural da população brasileira, mas pela redução do acesso da população jovem ao mercado de trabalho, além dos efeitos da Constituição de 1988, que estendeu os benefícios das aposentadorias aos trabalhadores rurais e fixou o piso destes em um salário mínimo. No biênio 1988/89, o gasto médio anual com a previdência foi de 7,9% do PIB, enquanto nos períodos 1990/92 e 1993/95, o valor alcançou 9,3% e 11,2%, respectivamente. Além disso, o novo regime de repartição tributária, favorecendo a estados e municípios, possibilitou a expansão dos gastos destes. As despesas com pessoal

³ Para 1997, o Grupo de Acompanhamento Conjuntural do IPEA estimou a poupança privada interna em 17,3% do PIB.

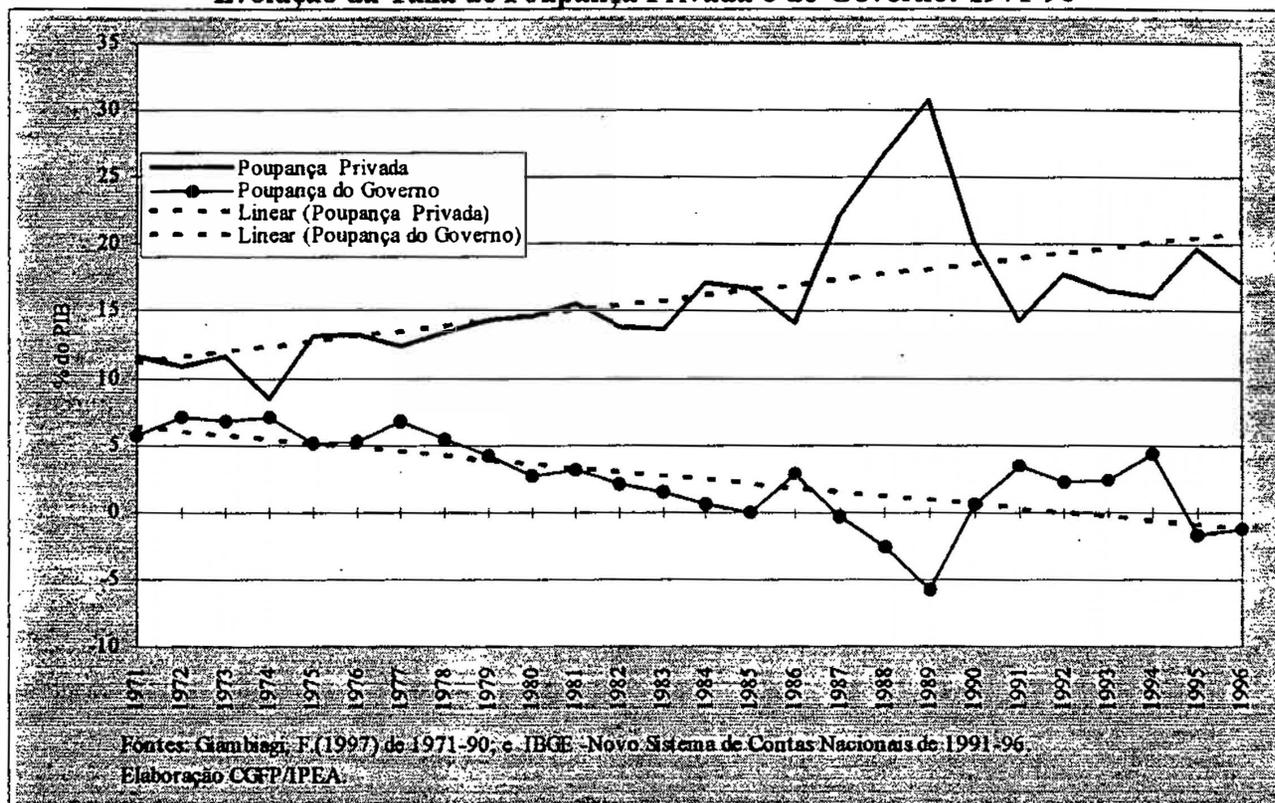
⁴ A taxa básica de juros (TBC) - que determina o piso de juros - elevou-se de 21,6% a.a. em outubro/97 para 43,4% a.a. em novembro/97.

⁵ A CPMF (Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira) e a receita de concessões da banda B de telefonia celular no ano passado alcançaram cerca de R\$ 8,4 bilhões, representando praticamente 1% do PIB.

desses governos passaram de cerca de 5,5% do PIB no biênio 1988/89 para 7,2% em 1990/92, recuando a 6,1% no triênio 1993/95. Convém lembrar que o período 1990/92 foi de total estagnação econômica no país.

Pelo lado das receitas, a carga fiscal bruta, nos últimos três anos, tem permanecido acima da média histórica de 25% do PIB, destacando-se o aumento da arrecadação das contribuições para financiamento da Seguridade Social⁶ e o ICMS - Imposto sobre a Comercialização de Mercadorias e Serviços - cobrado pelos Estados. Entre 1970/90, a carga tributária média foi de 24,7% do PIB, enquanto no período 1994/96, atingiu o patamar de 29,0%. Além disso, novas receitas transitórias estão sendo arrecadadas no âmbito do governo federal, como a CPMF (Contribuição Provisória sobre Movimentação Financeira) e a receita de concessões da banda B de telefonia celular.

Gráfico 2
Evolução da Taxa de Poupança Privada e do Governo: 1971-96



⁶ Estas contribuições se referem à Contribuição para a Previdência Social, FINSOCIAL/COFINS e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido que apresentaram significativo crescimento a partir de 1992, em função da necessidade da União de financiar a maior parcela de gastos previdenciários e não repartir esses recursos com os estados e municípios.

Os níveis de poupança doméstica do Brasil são comparados aos da América Latina, dos países industrializados e dos países do Sudeste Asiático (cf. Tabela 2). O país nas últimas três décadas sempre apresentou taxa de poupança doméstica superior à média da América Latina, situando-se nas últimas duas décadas no mesmo nível dos países industrializados. Porém, esteve num patamar bem inferior ao dos países do sudeste asiático, que apresentaram um “boom” de crescimento nos últimos trinta anos. Vale salientar que na década de 70 a diferença entre as taxas de poupança doméstica do Brasil e a destes países era bem menor do que na década de 80 e nos anos 90, quando a economia brasileira apresentou menores taxas de crescimento.

Tabela 2
Taxa Média de Poupança Doméstica : 1970-95

País/Região	Em % do PIB		
	1970-81	1982-89	1990-94
Brasil	19,7	20,5	*18,5
Países Industrializados	23,8	20,6	20,0
América Latina	17,9	15,5	17,1
Sudeste Asiático	22,9	30,2	33,2

Fontes: Brasil: IBGE - Novo Sistema de Contas Nacionais. Demais regiões/países: Rojas-Suárez, L. e Weisbrod, S.R. (1997).

*Período :1991-96.

3.2. Perspectivas

O período compreendido entre a década de 80 e os três primeiros anos da década de 90 caracterizou-se por uma grande variabilidade nas taxas de crescimento econômico do País. Enquanto o crescimento médio real do PIB neste período foi de 1,9%, o seu desvio padrão atingiu 4,4. A partir de 1993, observam-se taxas de crescimento da economia positivas, em torno da média anual de 3,8%, inclusive estimativas para 1998. O crescimento mais recente foi sustentado principalmente por ganhos de produtividade⁷ decorrentes da abertura comercial e financeira (iniciada no começo dos anos 90), pela queda da inflação, que gerou um “boom” de consumo em 1994 e 1995, e pela ocupação da capacidade ociosa. No entanto, maiores taxas de crescimento econômico, próximas à média histórica de 7% a.a. entre 1940 e 1980, somente serão possíveis com aumento da taxa de poupança doméstica e seu uso eficiente dos recursos.

O papel do investimento público para no próximo milênio, diferentemente do modelo de substituição de importações, deverá ser de complementariedade ao investimento privado, sobretudo em

⁷ Segundo informações da Confederação Nacional da Indústria (CNI), a taxa de produtividade média do setor industrial cresceu de 8,6% ao ano no triênio 1992/94 para 12,4% no triênio 1995/97. No mesmo período, a relação produto/emprego decresceu de 1/0,83 para 1/0,64.

áreas de educação básica, saúde e P & D. Além disso, o equacionamento das contas públicas é de fundamental importância para se evitar um hiato de recursos disponíveis ao financiamento dos investimentos. Para garantir a efetividade dos investimentos, é necessário agir em duas frentes:

Primeiro, adotar mecanismos de incentivo à poupança privada, que podem ser conseguidos por meio de uma reforma tributária, que penalize menos a produção e mais o consumo, de forma que os lucros retidos, uma das fontes básicas de financiamento dos investimentos das empresas, possam aumentar. Além disso, uma reforma previdenciária terá impacto positivo sobre a poupança do governo central, reconhecendo-se que este é o principal problema das contas públicas, e sobre a poupança privada, na medida em que a previdência complementar baseada num regime de capitalização poderia gerar aumento de poupança interna em relação ao regime vigente.

Segundo, contar com um sistema financeiro capaz de garantir um fluxo de financiamento de longo prazo, a custos compatíveis com aqueles observados no mercado internacional. Para tanto, é necessário a fixação de instrumentos capazes de transformar passivos de curto prazo em empréstimos de longo prazo, mantendo o grau de liquidez adequada. Por trás disso, está o mecanismo de repartição dos riscos por todo o sistema econômico. O desenvolvimento do mercado de capitais é peça importante na reforma do sistema financeiro. Por outro lado, a regulação bancária deve ser preparada para supervisionar um sistema financeiro mais liberalizado. A intervenção deve ser menos diretiva e mais preventiva, sobretudo quanto ao risco sistêmico⁸.

Visando analisar os determinantes agregados da poupança doméstica trabalha-se com um modelo macroeconômico de três hiatos. Este é utilizado por Abreu, M.P., Carneiro, D.D. e Werneck, R.F. (1994)⁹ e apresenta o crescimento econômico condicionado a três restrições: fiscal, poupança e balanço de pagamentos. A taxa de poupança está no centro deste processo, na medida que as outras duas restrições podem ser transformadas em restrições de poupança pública e poupança externa.

O modelo divide os gastos do governo em dois grupos: produtivos e não-produtivos. Os primeiros podem ter um efeito indireto sobre a taxa de poupança, na medida que afetam a relação capital-produto. Na variável de esforço fiscal, pode-se computar os efeitos das reformas infraconstitucionais, as concessões de serviços públicos, a continuidade ou não da CPMF, a redução de despesas comprimíveis, etc.

⁸ Trata-se do risco de propagação de problemas isolados de falências e solvências de instituições financeiras para o restante do sistema financeiro e demais setores da economia.

⁹ "Government and Economic Growth : A Three - Gap View of the Long-Run Prospects of the Brazilian Economy", PUC: Texto para Discussão nº 327, Rio de Janeiro: 1994.

O cenário base foi construído a partir da hipótese de permanência das condições atuais, no qual os efeitos de reformas econômicas, sobretudo na área fiscal (tributária e previdenciária), não estão computados e os governos federal e estaduais sustentam relativa austeridade nas suas contas. A trajetória da carga fiscal líquida de transferências (gastos com previdência) e subsídios foi suposta igual a 16,5% do PIB entre 1998 e 2001, passando a 18,0% no período 2002-06. Supõe-se crescimento de 2% do PIB dos gastos previdenciários em relação à média 1993/95, no período 1998-2001, que declina para 1% entre 2002-2006. Esta hipótese é compatível com o aumento do número de aposentadorias em função do envelhecimento natural da população e das regras vigentes¹⁰. Esta trajetória está consistente com um esforço fiscal da União, estados e municípios da ordem de 1,8% do PIB no período 1998-2001 e o aumento da participação dos gastos em educação (básica e técnica) e pesquisa e desenvolvimento como proporção do PIB. A carga fiscal bruta seria de cerca de 31% do PIB e o consumo do governo permanece com a mesma média do período (1993/95): 16,2% do PIB entre 1998 e 2000, reduzindo-se a partir de então na mesma magnitude do aumento dos gastos produtivos (1,5% do PIB). A propensão marginal a poupar foi estimada em 0,25

A relação capital-produto (v) varia entre 2,91 e 2,87. Para se obter estes valores utilizou-se uma função do tipo elasticidade constante, a saber : $v = v_0 \varphi^{\mu_1} \lambda^{\mu_2}$. Partiu-se de uma relação capital-produto inicial (v_0) igual a 2,6 (valor estimado por Tourinho, 1998¹¹) com valores dos coeficientes de importação de bens de capital (φ) e de gastos com educação básica (λ) iguais, respectivamente, a 2,1 e 3,0 % do PIB, correspondendo à média dos anos 1993/95. As elasticidades de importação de bens de capital, e dos gastos em educação básica (ensino fundamental e médio) mais P&D, com relação a v , foram assumidas iguais a 0,02 e 0,01, por aproximar o valor da relação capital-produto do período 1994/96. De 1998 a 2001, os gastos em educação e o coeficiente de importações de bens de capital mantém-se na mesma magnitude do intervalo 1993/95, elevando suas participações a partir de 2001 e reduzindo a relação capital-produto em 1,2%. Esta hipótese significa uma mudança no padrão dos gastos públicos, onde maiores dispêndios em capital humano aumentam a produtividade do trabalho e dos investimentos privados. Em consequência, seriam incentivadas maiores importações de bens de capital.

A trajetória de crescimento do PIB adotada foi: 2% em 1998, 4,1% em 1999, 4,2% em 2000, 4,3% em 2001, 4,4% em 2002, 4,5% em 2003, 5,0% em 2004; e 6% nos anos 2005/06, correspondente

¹⁰ Não incorpora nenhum efeito de mudanças introduzidas pela reforma da previdência.

¹¹ Correspondente ao valor da relação capital-produto do ano de 1996, obtida por meio de um modelo de equilíbrio geral computável.

a um crescimento médio anual de 4,5%, no período 1998/2006. Esta trajetória é compatível com uma recuperação do crescimento sustentado do país. A taxa de depreciação (g_0) utilizada no exercício foi de 0,039, supondo uma depreciação do PIB potencial de 4,5%, usada no exercício de Carneiro e Werneck (1989), e uma taxa de utilização da capacidade produtiva de 87%, média do período 1971-79.

Os resultados mostram que para menores taxas de crescimento econômico (caso de 1998), a taxa de poupança doméstica, condicionada pela restrição fiscal, é suficiente para garantir a consistência do crescimento. Porém, para taxas de crescimento do PIB a partir de 4,1%, o modelo apresenta um hiato de recursos entre 2,6% e 7,6% do PIB a partir de 1999, sendo a poupança doméstica insuficiente. Portanto, o ciclo de crescimento que pode ser iniciado mostra-se insustentável¹² ao longo do tempo devido em grande parte à restrição fiscal (cf. Tabela 3 e Gráfico 3), numa perspectiva de não implementação das reformas.

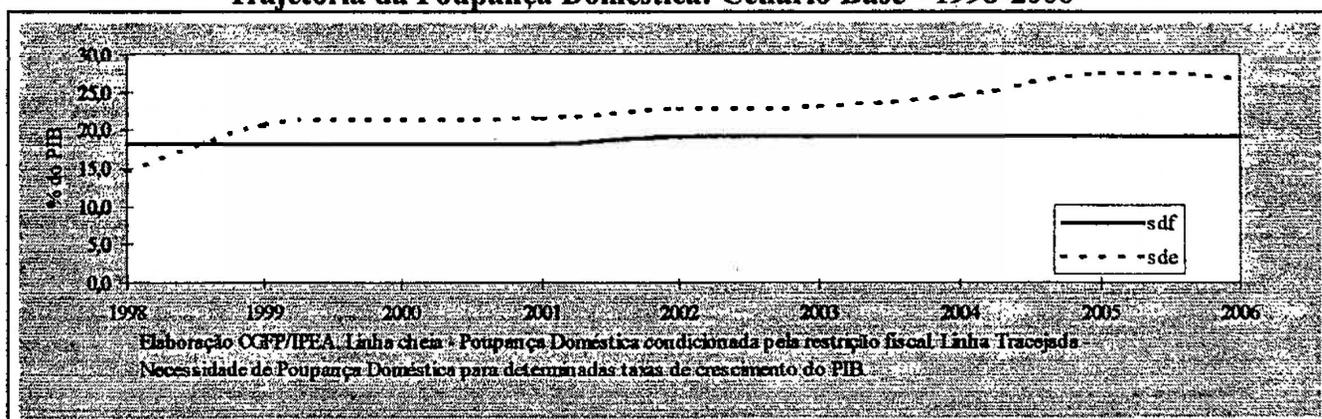
Tabela 3
Trajatória da Poupança Doméstica : Cenário Base

Variáveis	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Prop.a consumir ($1-\sigma_1$)	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750
Carga fiscal líquida ($t + \tau$)	0,165	0,165	0,165	0,165	0,180	0,180	0,180	0,180	0,180
Prop.a poupar (σ_1)	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250
Gastos public. produt. (λ)	0,030	0,030	0,030	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045
Consumo do Governo (c_g)	0,162	0,162	0,162	0,147	0,147	0,147	0,147	0,147	0,147
sdf	18,18	18,18	18,18	18,18	19,30	19,30	19,30	19,30	19,30
Taxa cresc.econômico (g)	0,020	0,041	0,042	0,043	0,044	0,045	0,050	0,060	0,060
Relação capital-produto (v)	2,909	2,909	2,909	2,874	2,874	2,874	2,874	2,874	2,874
Déficit conta-corrente (ϕ)	0,040	0,038	0,034	0,032	0,017	0,016	0,016	0,015	0,024
sde	14,54	20,78	21,34	21,45	22,78	23,08	24,54	27,46	26,91

Elaboração: CGFP/IPEA. *sdf* = poupança doméstica condicionada pela restrição fiscal e *sde* = necessidades de poupança para dadas taxas de crescimento econômico, *sdf* e *sde* medidas em percentuais do PIB. A definição das demais variáveis pode ser encontrada no apêndice. Estas são medidas em valores absolutos ou em valores do PIB.

Gráfico 5

Trajatória da Poupança Doméstica: Cenário Base - 1998-2006



¹² Taxas de crescimento econômico acima de 4% gerariam desequilíbrios, como elevados déficits na balança comercial e/ou aceleração da inflação, resultantes do excesso de demanda agregada. Para contornar esses desequilíbrios a política econômica precisaria conter o crescimento econômico por meio de políticas monetária e fiscal restritivas.

3.3. Cenários Alternativos

Reforma Tributária

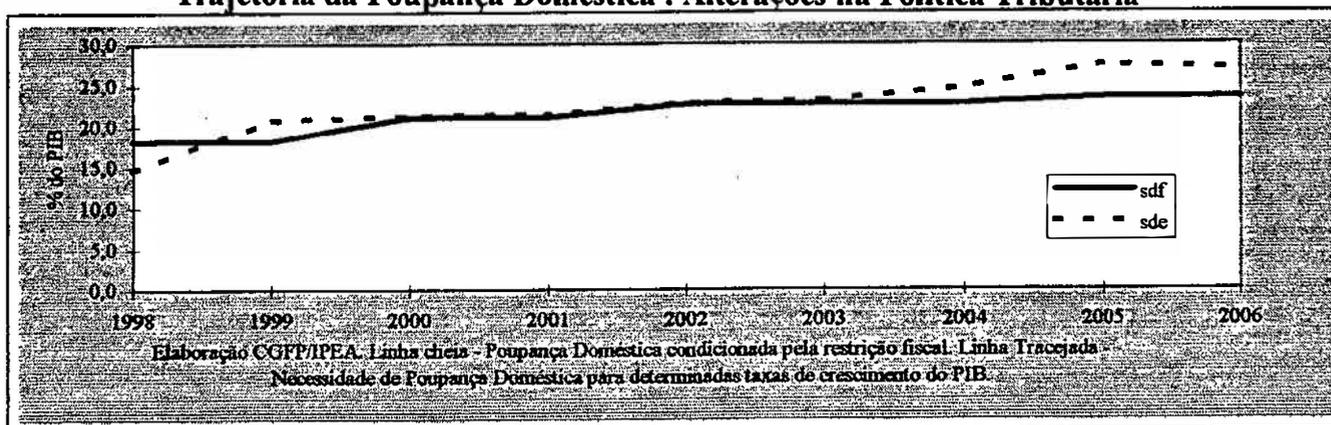
A simulação foi realizada utilizando os resultados de Ferreira e Araújo (1997) para uma reforma tributária onde o governo arrecadasse todos seus impostos via uma única base (o consumo), como modelo extremo. Os resultados mostraram crescimento na propensão marginal a poupar, de 0,25 em média nos anos 1998/99 para 0,27 no anos 2000/2001, até atingir 0,30 nos últimos quatro anos da simulação. Mudam as preferências dos agentes, que passam a substituir consumo por poupança, embora de forma não instantânea, capaz de produzir um efeito-renda para o governo, sobretudo no período 2002-2004, com aumento da carga tributária via expansão da base, reduzindo o hiato de recursos. Este tipo de reforma já possibilitaria um aumento de poupança doméstica capaz de sustentar taxas de crescimento da ordem de 4,4% a.a. a partir de 2002 (cf. Tabela 4 e Gráfico 6).

Tabela 4
Trajatória da Poupança Doméstica : Alterações na Política Tributária

Variáveis	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Prop.a consumir ($1-\sigma_1$)	0,750	0,750	0,730	0,730	0,720	0,720	0,720	0,700	0,700
Carga fiscal líquida ($t + \tau$)	0,165	0,165	0,182	0,182	0,192	0,192	0,192	0,180	0,180
Prop.a poupar (σ_1)	0,250	0,250	0,270	0,270	0,280	0,280	0,280	0,300	0,300
Gastos públic. produt. (λ)	0,030	0,030	0,030	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045
Consumo do Governo (c_g)	0,162	0,162	0,162	0,147	0,147	0,147	0,147	0,147	0,147
	18,18	18,18	21,07	21,07	22,61	22,61	22,61	23,40	23,40
Taxa cresc.econômico (g)	0,020	0,041	0,042	0,043	0,044	0,045	0,050	0,060	0,060
Relação capital-produto (v)	2,909	2,909	2,909	2,874	2,874	2,874	2,874	2,874	2,874
Déficit conta-corrente (ϕ)	0,040	0,038	0,034	0,032	0,017	0,016	0,016	0,015	0,024
sde	14,54	20,78	21,34	21,45	22,78	23,08	24,54	27,46	26,91

Elaboração: CGFP/IPEA. sdf = poupança doméstica condicionada pela restrição fiscal e sde = necessidades de poupança para dadas taxas de crescimento econômico, sdf e sde medidas em percentuais do PIB. A definição das demais variáveis pode ser encontrada no apêndice. Estas são medidas em valores absolutos ou em valores do PIB.

Gráfico 4
Trajatória da Poupança Doméstica : Alterações na Política Tributária



Reforma Previdenciária

A reforma previdenciária pode afetar positivamente a taxa de poupança doméstica de duas maneiras. Primeiro, o regime de capitalização incentivaria os agentes econômicos a pouparem mais a cada nível de renda (Munnell, 1976 e Feldstein, 1974 e 1996), elevando a propensão marginal a poupar, embora haja testes empíricos que não confirmam esta hipótese (Barro, R. e MacDonald, 1979). Segundo, abre-se a possibilidade de aumentar a poupança do governo pela redução dos gastos previdenciários, um dos principais focos de desequilíbrios das contas públicas. No Brasil, de 1996 a 1997 o déficit previdenciário da União, que inclui a previdência do INSS e dos funcionários públicos federais, evolui de 2,1% do PIB para 2,4%, devendo ao final de 1998 superar 2,5% do PIB (cf. Boletim de Finanças Públicas do Ipea, nº 02, março/1998).

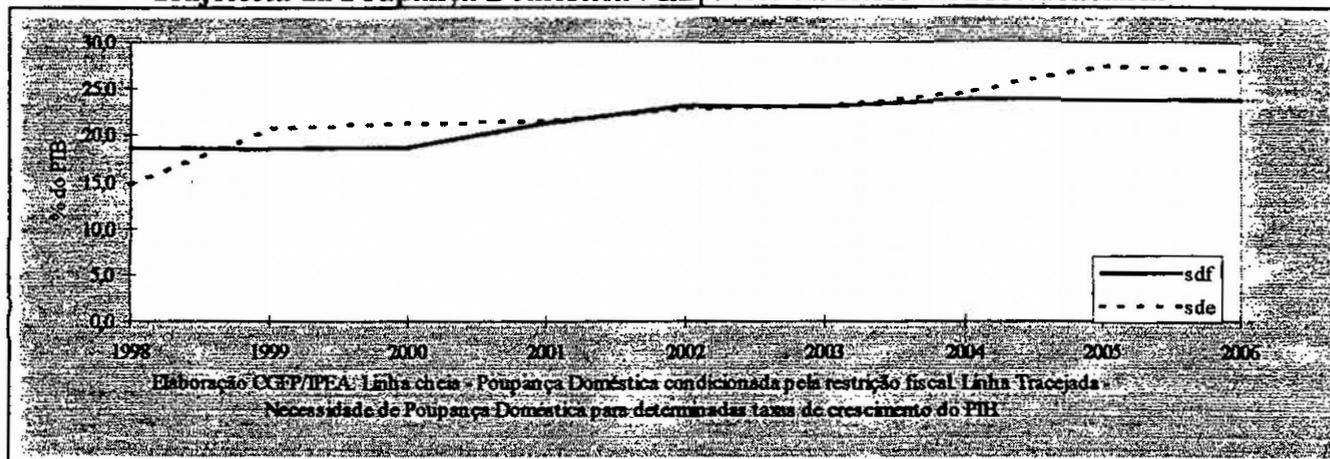
No cenário analisado o governo consegue redução dos gastos previdenciários de cerca de 13% do PIB entre 1998 e 2006 (cf. estimativas do Ministério do Planejamento e Orçamento - MPO). Em termos fiscais, o principal impacto advém da mudança do regime de aposentadoria por tempo de serviço para o sistema de aposentadoria por idade. Assume-se um período de transição de quatro anos (1998-2001) com crescimento dos gastos da ordem de 2% do PIB. O resultado do exercício mostra que a reforma da previdência pode gerar poupança capaz de garantir crescimento consistente da ordem de 4,5% a.a. a partir de 2003. Além disso, consegue reduzir o hiato de recursos ao redor de 3%, quando se assume uma meta de crescimento econômico de 6,0% a.a., abaixo do hiato de 3,5% observado na reforma tributária (cf. Tabela 5 e Gráfico 5).

Tabela 5
Trajectoria da Poupança Doméstica: Reforma da Previdência

Variáveis	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Prop.a consumir ($1-\sigma_1$)	0,750	0,750	0,750	0,730	0,730	0,730	0,720	0,720	0,720
Carga fiscal líquida ($t + \tau$)	0,171	0,171	0,171	0,184	0,209	0,209	0,209	0,209	0,209
Prop.a poupar (σ_1)	0,250	0,250	0,250	0,270	0,270	0,270	0,280	0,280	0,280
Gastos públic. produt. (λ)	0,030	0,030	0,030	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045
Consumo do Governo (c_g)	0,162	0,162	0,162	0,147	0,147	0,147	0,147	0,147	0,147
sdf	18,64	18,60	18,66	21,23	23,06	23,06	23,85	23,85	23,85
Taxa cresc.econômico (g)	0,020	0,041	0,042	0,043	0,044	0,045	0,050	0,060	0,060
Relação capital-produto (v)	2,909	2,909	2,909	2,874	2,874	2,874	2,874	2,874	2,874
Déficit conta-corrente (ϕ)	0,040	0,038	0,034	0,032	0,017	0,016	0,016	0,015	0,024
sde	14,54	20,78	21,34	21,45	22,78	23,08	24,54	27,46	26,91

Elaboração: CGFP/IPEA. sdf = poupança doméstica condicionada pela restrição fiscal e sde = necessidades de poupança para dadas taxas de crescimento econômico, sdf e sde medidas em percentuais do PIB. A definição das demais variáveis pode ser encontrada no apêndice. Estas são medidas em valores absolutos ou em valores do PIB.

Gráfico 5
Trajétoria da Poupança Doméstica : Impactos da Reforma Previdenciária



Alterações na Relação Capital-Produto

Nos exercícios anteriores sempre se tentou aproximar a taxa de poupança doméstica condicionada pela restrição fiscal daquela necessária para atingir as metas de crescimento econômico. Porém, pode-se admitir uma redução das necessidades de poupança doméstica caso se consiga reduzir a relação capital-produto. No cenário básico esta assumiu dois valores: 2,91 entre 1998-2000 e 2,87 entre 2002-2006. Essa pode ser considerada uma hipótese conservadora, porém justificada pelo aumento esperado das inversões em infra-estrutura para os próximos anos.

No entanto, uma queda na relação capital-produto pode ser conseguida mais rapidamente caso o setor público promova uma política de gastos que complementem os investimentos do setor privado e a poupança externa seja utilizada na obtenção de bens de capital. Os gastos médios dos governos federal e estaduais em educação básica (fundamental e ensino médio) e pesquisa & desenvolvimento foram da ordem de 3% do PIB no período 1993-95. O governo pode aumentar estes recursos e gerenciá-los mais eficientemente. Paralelamente, é importante reduzir o dispêndio do governo em gastos não produtivos, substituindo-os por aumento dos dispêndios produtivos.

As importações de bens de capital alcançaram uma média de 2,7% do PIB no período 1993/95, enquanto a média das importações de bens de consumo foi de 0,9% do PIB, porém com crescimento contínuo desde 1993. A utilização adequada da poupança externa (déficit em conta-corrente) é importante para viabilizar a absorção de tecnologia, reduzindo no longo prazo a relação capital-produto e as necessidades de poupança doméstica.

A relação capital-produto revela-se de grande importância na redução do hiato de recursos necessários visando a obtenção de maiores taxas de crescimento econômico. Partindo-se de um valor de 2,91 em 1998, supõe-se que esta relação cairia a cada três anos, até atingir 2,49 em 2006. Isso com base nas hipóteses de aumento na importação de bens de capital e nos gastos produtivos do setor público (em substituição aos gastos improdutivos), e no desenvolvimento dos mercados financeiros, resultando numa melhoria de eficiência na utilização dos recursos (externos e internos).

A redução mais acentuada da relação capital-produto a partir de 2001 é fundamental para diminuir as necessidades de poupança doméstica que aumentariam em razão de maiores taxas de crescimento econômico e da queda esperada da poupança externa. (cf. Tabela 7 e Gráfico 5). Infelizmente, os ganhos de eficiência desejados não poderiam ser conseguidos no curto e médio prazos. Os efeitos da melhor formação do capital humano e de mercados financeiros completos podem levar décadas de desenvolvimento. Por isso faz-se necessário caminhar desde já nesta direção.

Tabela 6

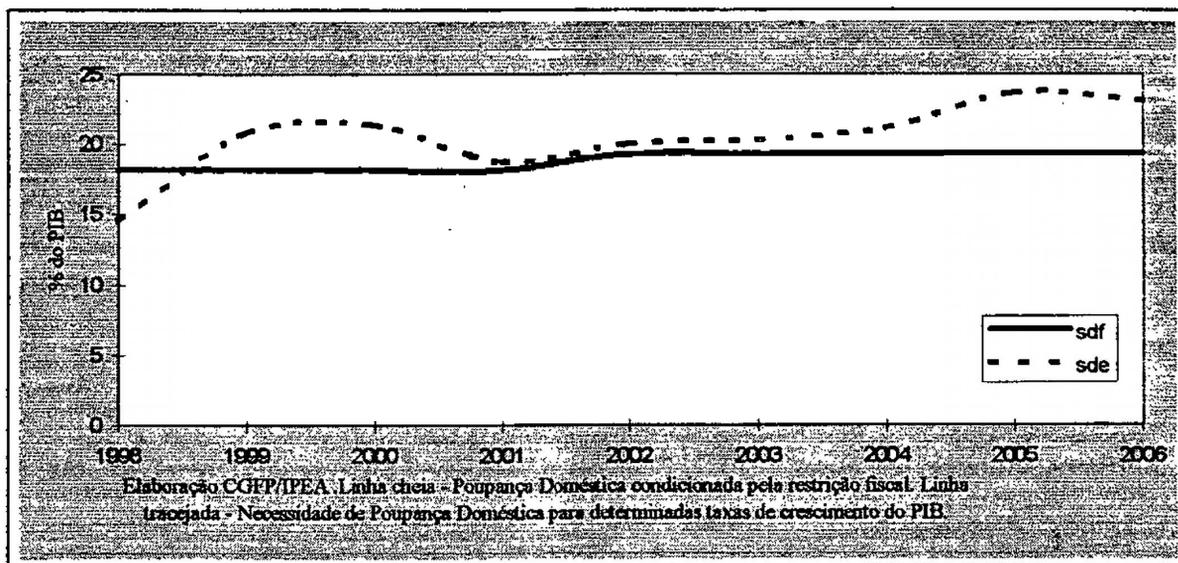
Trajatória da Poupança Doméstica : Alterações na Relação Capital-Produto

Variáveis	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Prop.a consumir ($1-\sigma_1$)	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750
Carga fiscal líquida ($t + \tau$)	0,165	0,165	0,165	0,165	0,180	0,180	0,180	0,180	0,180
Prop.a poupar (σ_1)	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250
Gastos públic. produt. (λ)	0,030	0,030	0,030	0,045	0,045	0,045	0,090	0,090	0,090
Consumo do Governo (c_g)	0,162	0,162	0,162	0,147	0,147	0,147	0,102	0,102	0,102
sdf	18,18	18,18	18,18	18,18	19,30	19,30	19,30	19,30	19,30
Taxa cresc.econômico (g)	0,020	0,041	0,042	0,043	0,044	0,045	0,050	0,060	0,060
Relação capital-produto (v)	2,909	2,909	2,909	2,542	2,542	2,542	2,490	2,490	2,490
Déficit conta-corrente (ϕ)	0,040	0,038	0,034	0,032	0,017	0,016	0,016	0,015	0,024
sde	14,54	20,78	21,34	18,73	20,03	20,29	21,12	23,65	23,10

Elaboração: CGFP/IPEA. sdf = poupança doméstica condicionada pela restrição fiscal e sde = necessidades de poupança para dadas taxas de crescimento econômico, sdf e sde medidas em percentuais do PIB. A definição das demais variáveis pode ser encontrada no apêndice. Estas são medidas em valores absolutos ou em valores do PIB.

Gráfico 6

Trajatória da Poupança Doméstica: Mudanças na Relação Capital-Produto



Alterações na Poupança Externa

Um elemento complicador para análise do cenário da trajetória da poupança doméstica é a disposição do resto do mundo em garantir determinado fluxo de poupança externa. No cenário básico foi admitido déficits em transações correntes compatíveis com o grau de atratividade da economia brasileira, como país emergente, em captar recursos para financiar parte da formação bruta de capital fixo. Porém, mudanças no cenário internacional como as recentes crises financeiras no Sudeste Asiático e/ou um possível aumento das taxas de juros na economia americana podem contribuir para redução nos fluxos de poupança externa.

Portanto, para vislumbrar este efeito utilizou-se um cenário menos otimista para o déficit em transações correntes (cf. item 2.1). O resultado do modelo mostra que a redução da poupança externa eleva a necessidade de poupança doméstica, aumentando o *gap* de recursos necessários¹³ para se obter maiores taxas de crescimento sustentado. Vale salientar que, tanto neste cenário como no básico, se supõe um grau de substitubilidade imperfeita entre poupança externa e doméstica da ordem de um

20.

Tabela 7
Trajетória da Poupança Doméstica : Alterações na Poupança Externa

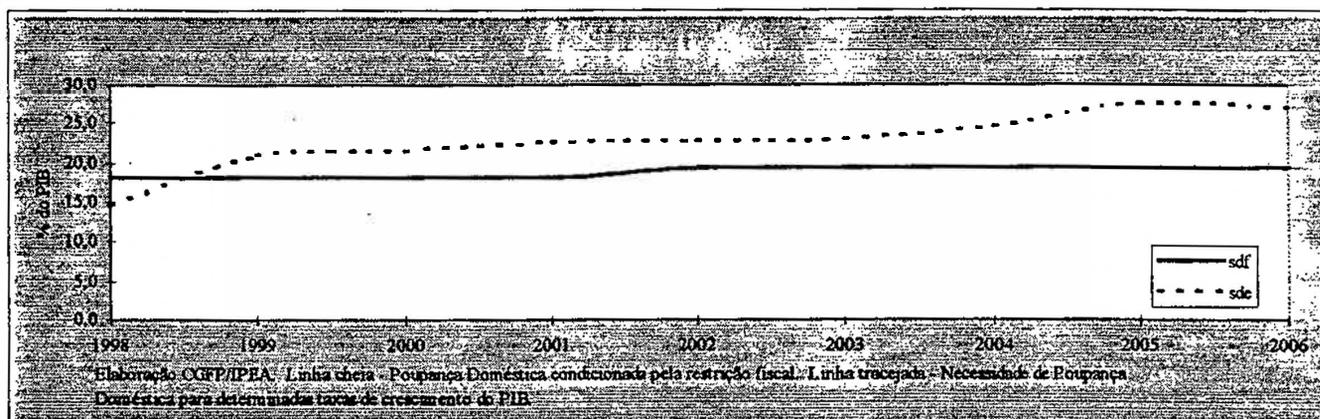
Variáveis	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Prop.a consumir ($1-\sigma_1$)	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750	0,750
Carga fiscal líquida ($t + \tau$)	0,165	0,165	0,165	0,165	0,180	0,180	0,180	0,180	0,180
Prop.a poupar (σ_1)	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250	0,250
Gastos públic. produt. (λ)	0,030	0,030	0,030	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045	0,045
Consumo do Governo (c_g)	0,162	0,162	0,162	0,147	0,147	0,147	0,147	0,147	0,147
sdf	18,18	18,18	18,18	18,18	19,30	19,30	19,30	19,30	19,30
Taxa cresc.econômico (g)	0,020	0,041	0,042	0,043	0,044	0,045	0,050	0,060	0,060
Relação capital-produto (v)	2,909	2,909	2,909	2,874	2,874	2,874	2,874	2,874	2,874
Déficit conta-corrente (ϕ)	0,038	0,035	0,030	0,016	0,016	0,016	0,016	0,015	0,023
sde	14,68	20,99	21,60	22,52	22,81	23,11	24,57	27,48	26,95

Elaboração: CGFP/IPEA. *sdf* = poupança doméstica condicionada pela restrição fiscal e *sde* = necessidades de poupança para dadas taxas de crescimento econômico, *sdf* e *sde* medidas em percentuais do PIB. A definição das demais variáveis pode ser encontrada no apêndice. Estas são medidas em valores absolutos ou em valores do PIB.

¹³ No período 1998/2006, para uma taxa média de poupança externa de 2,6% do PIB (cenário base, cf. Tabela 3), as necessidades de poupança doméstica situaram-se em 22,5% do PIB, enquanto que utilizando-se uma taxa média de 2,3% do PIB (cf. Tabela 7), as necessidades elevaram-se para 22,8% do PIB.

Gráfico 7

Trajatória da Poupança Doméstica : Mudanças na evolução do déficit em conta-corrente



As simulações do cenário básico (cf. Tabela 3) sugerem a impossibilidade de crescimento a taxas maiores que 4,0%, nos níveis de poupança doméstica atuais. A principal restrição ao crescimento dessa poupança é fiscal. A implementação de reformas (tributária, previdenciária e dos gastos) conduziria a uma redução no hiato¹⁴ de recursos necessários à obtenção de maiores taxas de crescimento sustentáveis.

Vale salientar que as reformas tributária e previdenciária poderão afetar a poupança privada, aumentando a propensão marginal a poupar. A esta adiciona-se o efeito positivo sobre a poupança pública, uma vez que atualmente os gastos previdenciários se constituem na principal origem do desequilíbrio da União. Sob este aspecto, estas reformas podem garantir maiores taxas de crescimento econômico no futuro (+ 0,5% a.a. cada uma), sugerindo que se ambas forem implementadas o país pode ter um aumento anual de crescimento da ordem de 1% após 2001, com taxas médias de 5,0% a. a.. Naturalmente, a velocidade destas é fator vital na medida em que pode antecipar o início de um processo de crescimento sustentado. A situação poderia se complicar no caso do fluxo de poupança externa cair a níveis similares aos da década de 80, aumentando a necessidade de poupança doméstica no curto e médio prazos.

3.4 . Poupança Compulsória: O Papel dos Fundos Públicos

Poupança compulsória é uma expressão usada para designar os recursos extraídos compulsoriamente da sociedade e transferidos, pelo setor público, a determinados agentes, setores ou

atividades, tidos como prioritários pelas políticas públicas. No Brasil a poupança compulsória pode ser representada pelo FGTS (Fundo de Garantia do Tempo de Serviço), FAT (Fundo de Amparo ao Trabalhador), FCO (Fundo Constitucional de Financiamento do Centro-Oeste), FNE (Fundo Constitucional de Financiamento do Nordeste) e FNO (Fundo Constitucional de Financiamento do Norte). Os fundos públicos de poupança compulsória têm sido utilizados, em vários países, para auxiliar o esforço de financiamento de diversas atividades, sobretudo em apoio àqueles setores cujo investimento é de alto risco, longo prazo de maturação, ou ainda cujo retorno social é elevado relativamente ao retorno privado.

Dentre os usos dos recursos mobilizados pelo setor público por meio desses fundos, destacam-se, no Brasil, os investimentos sociais, tais como projetos de infra-estrutura urbana, saneamento básico (água e esgoto), habitações populares e projetos de fomento à atividade econômica e geração de emprego e renda (financiamento de micro, pequenas e médias empresas, agricultura familiar, crédito popular para trabalhadores autônomos, etc.). Uma categoria especial de uso dos fundos compulsórios é o apoio ao desenvolvimento regional, visando a incentivar a atividade econômica das regiões mais pobres, a fim de se atingir maior equidade inter-regional de renda e riqueza.

Dessa forma, uma outra fonte de incremento da poupança interna poderia advir desses fundos. Nesse sentido, a análise do potencial efetivo de mobilização dos recursos disponíveis para as aplicações do FGTS, FAT, FCO, FNE e FNO ganha importância.

Utilizando-se como indicador os fluxos líquidos dos fundos, procura-se determinar a capacidade potencial de investimento, ou seja, o fluxo das disponibilidades para suas aplicações, medido pela diferença entre as principais entradas (receitas) e saídas (despesas). Busca-se, a cada período, identificar os recursos líquidos efetivamente disponíveis para as aplicações nos setores e atividades - em tese - alvos das políticas públicas de fomento.

3.4.1. Evolução Recente

A evolução recente da capacidade de investimento dos fundos está descrita na Tabela 8 e no Gráfico 8 a seguir.

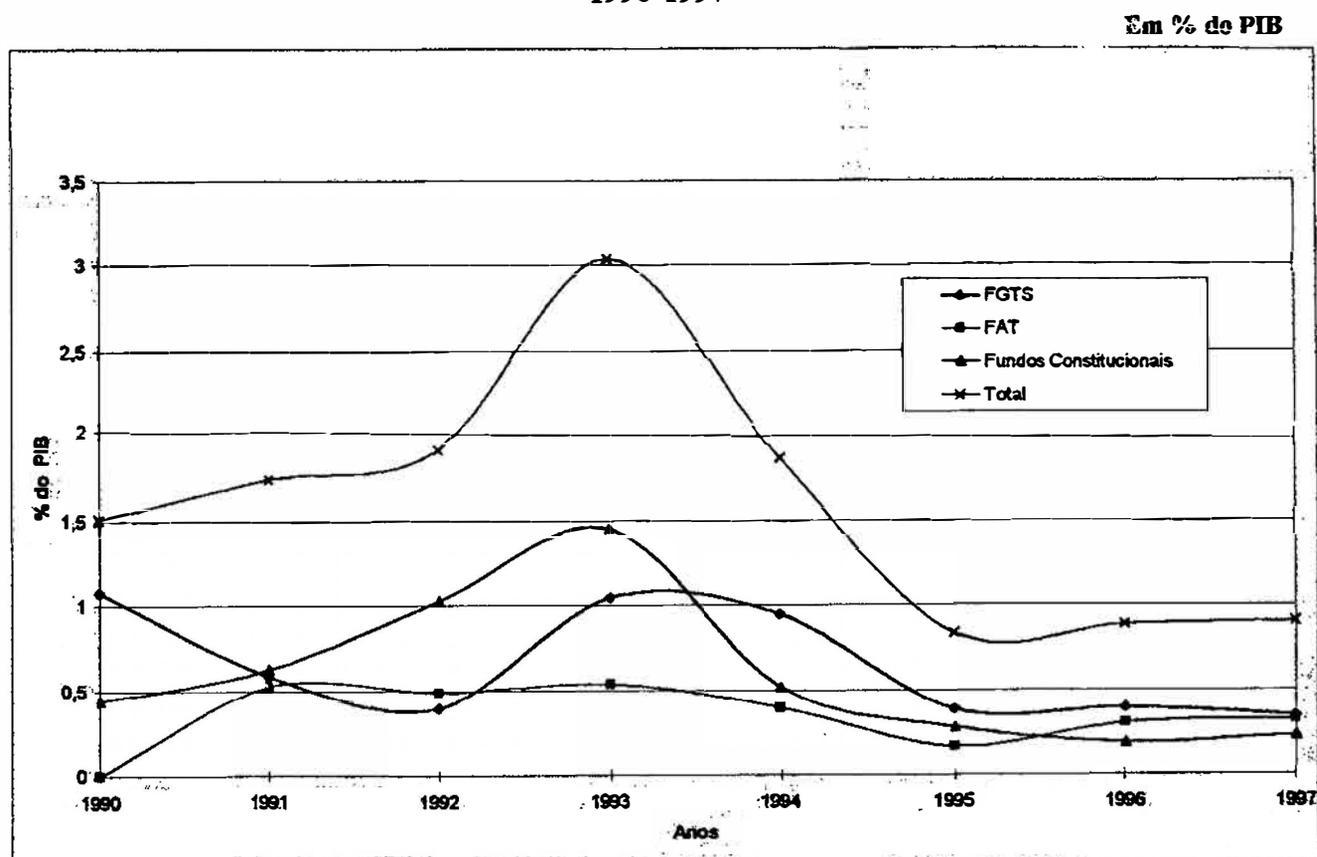
¹⁴ As reformas previdenciária e tributária, respectivamente, reduziriam o hiato de recursos em 4,1% e 4,6% do PIB, em relação ao cenário base, na hipótese de uma taxa de crescimento econômico de 6%, em 2006.

Tabela 8
Fundos de Poupança Compulsória
Evolução Recente da Capacidade de Investimento (Fluxos Líquidos)

Período	Em R\$ milhões de dez/97 (*)				Em % do PIB			
	FGTS	FAT	Fundos Const.	Total	FGTS	FAT	Fundos Const.	Total
1990	7.570	-	3.060	10.631	1,08	-	0,44	1,51
1991	4.196	3.800	4.521	12.517	0,59	0,53	0,63	1,75
1992	3.161	3.873	8.029	15.063	0,40	0,49	1,03	1,92
1993	7.691	3.932	10.557	22.180	1,05	0,54	1,45	3,04
1994	7.063	2.977	3.871	13.911	0,95	0,40	0,52	1,87
1995	3.156	1.395	2.255	6.806	0,39	0,17	0,28	0,84
1996	3.441	2.639	1.625	7.706	0,40	0,31	0,19	0,89
1997	3.156	2.973	2.012	8.141	0,35	0,33	0,23	0,91

Fontes: Caixa Econômica Federal, Ministério do Trabalho e Secretaria de Políticas Regionais. Elaboração: IPEA/CGFP.
 Nota: (*) - Valores atualizados pelo IGP-DI.

Gráfico 8
Capacidade de Investimento dos Fundos de Poupança Compulsória
1990-1997



A primeira metade dos anos noventa se caracterizou por uma relativa estagnação da capacidade de investimento dos fundos parafiscais, a qual se situou em uma média de 1% do PIB. O período 1990-1997 foi marcado também por fortes oscilações, provocadas por mudanças institucionais, como a inclusão das receitas de aplicações financeiras no cômputo das receitas financeiras líquidas, e flutuações nos níveis de produto e emprego, que afetaram os fluxos financeiros desses fundos. Os vários planos de estabilização também contribuíram para explicar porque o comportamento recente da capacidade de investimento do FGTS e FAT foi tão irregular.

Com respeito aos fundos constitucionais, a Tabela 8 deixa clara a existência de duas fases de evolução da capacidade de investimento. A primeira, de 1990 a 1993, é marcada por forte crescimento, explicado pelo vigoroso aumento das receitas das operações de crédito (fases iniciais de contratações) e receitas financeiras (ganhos de *floating* nos anos de inflação elevada). A segunda fase (1994-1997) é marcada por decréscimo da capacidade de investimento do FCO, FNE e FNO, motivado pela redução das mesmas receitas que atuaram favoravelmente na fase anterior. A brusca redução da inflação a partir de 1994 dá conta da diminuição da receita financeira, enquanto que mudanças nas políticas de crédito dos bancos administradores (BB, BNB e BASA) acarretaram redução de novas operações de crédito em 1994 e 1995.

3.4.2. Perspectivas

As tabelas abaixo apresentam, respectivamente, as variáveis de cenário e as projeções para a capacidade de investimento dos fundos de poupança compulsória. Para tanto foram estabelecidos três cenários: cenário base (mais favorável), alternativo 1 (médio) e alternativo 2 (menos favorável).

Tabela 9
Cenários para as Projeções

Ano	Taxas de Cresc. do PIB em %			Taxas de Juro Reais em % a.a. ⁽¹⁾			Taxas de Desemprego em % ⁽²⁾			Taxas de Cresc. da PEA em % ⁽³⁾		
	Base	Alt 1	Alt 2	Base	Alt 1	Alt 2	Base	Alt 1	Alt 2	Base	Alt 1	Alt 2
1997	3,0	3,0	3,0	14,1	14,1	14,1	5,72	5,72	5,72	2,41	2,41	2,41
1998	2,0	1,5	0,5	14,1	14,1	14,1	5,50	5,70	5,80	2,41	2,41	2,41
1999	4,1	2,5	1,5	14,7	14,7	14,7	5,50	5,55	5,70	2,41	2,41	2,41
2000	4,2	3,0	2,0	14,1	14,1	14,1	5,00	5,50	5,50	2,32	2,32	2,32
2001	4,3	4,0	3,0	14,8	14,8	14,8	4,80	5,25	5,25	2,32	2,32	2,32
2002	4,4	4,0	4,0	14,1	14,1	14,1	4,70	5,00	5,00	2,32	2,32	2,32

Fonte: IPEA. Elaboração: IPEA/CGFP.

Notas: (1) - Taxa de retorno do capital (*proxy*) conforme Tourinho (1998).

(2) - Simulações a partir de elaboração interna.

(3) - Conforme IPEA - "Brasil na Virada do Milênio".

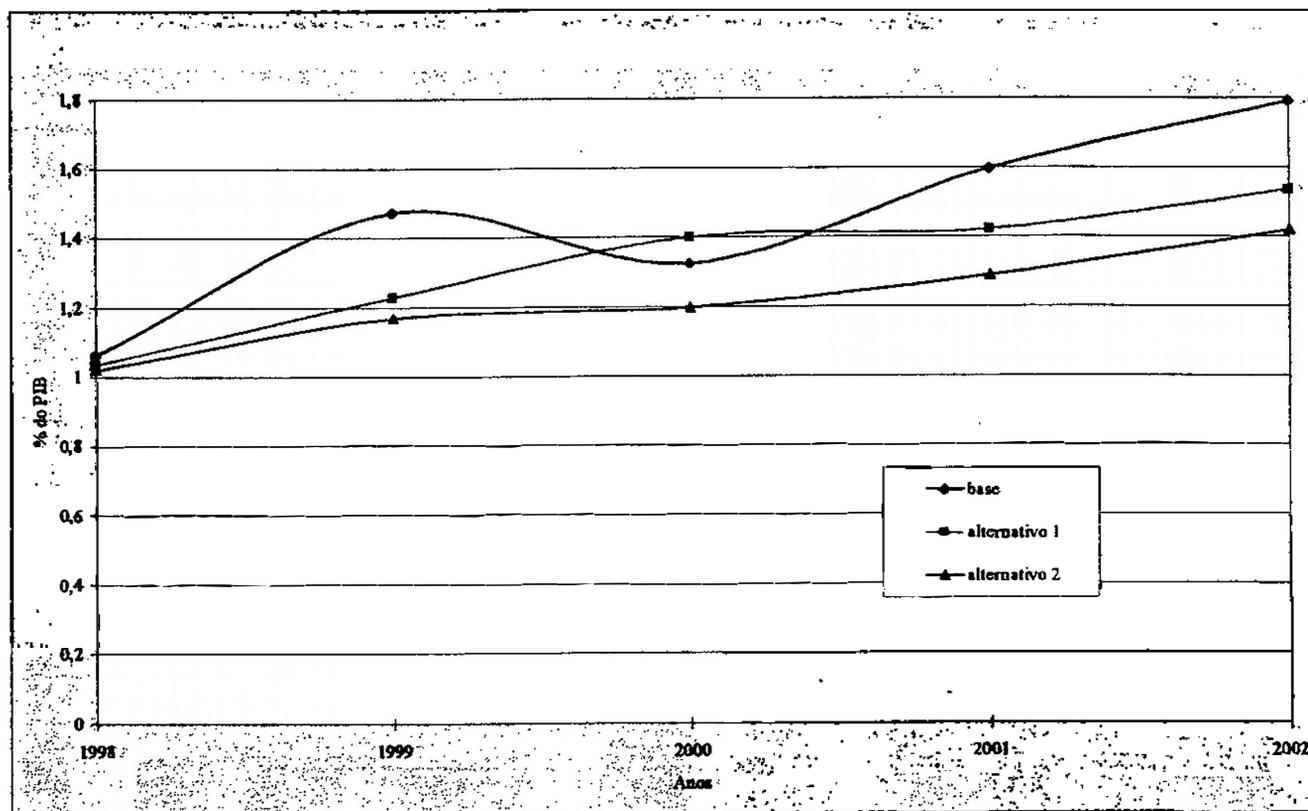
Tabela 10
Capacidade de Investimento dos Fundos de Poupança Compulsória
Projeções em Três Cenários*
Médias dos Períodos

Período	Parafiscais			Constitucionais			Total		
	base	alt 1	alt 2	base	alt 1	alt 2	base	alt 1	alt 2
1998/99	1,02	0,89	0,84	0,25	0,25	0,26	1,27	1,14	1,10
2000/02	1,28	1,16	1,01	0,29	0,29	0,30	1,57	1,45	1,30

Elaboração: IPEA/CGFP.

Obs.: * Os cenários base (mais favorável), alternativo 1 (médio) e alternativo 2 (menos favorável) encontram-se na Tabela 9.

Gráfico 9
Capacidade de Investimento dos Fundos de Poupança Compulsória
Projeções em Três Cenários
1998-2002



A Tabela 10 mostra que existe tendência de crescimento da capacidade de investimento dos fundos de poupança compulsória no período 1998-2002. As simulações sugerem que tal tendência será mais pronunciada quanto mais favorável for o cenário econômico (mais crescimento do produto e menos desemprego).

Em todos os cenários, observa-se que o tipo de trajetória da capacidade de investimento global está essencialmente determinada pelo comportamento dos fundos parafiscais (FGTS e FAT). Isso se explica, primeiro, pela grande participação relativa desses fundos na capacidade total (66%, em média, no período 1990-1997). Em segundo lugar, porque a capacidade de investimento desses fundos, muito sensível ao crescimento do PIB (altas elasticidades-renda das arrecadações) e à evolução das taxas de desemprego, apresenta maior variância que a dos fundos constitucionais. Em decorrência disso, a capacidade de investimento dos fundos parafiscais tende a ser muito mais sensível ao cenário econômico do que a dos fundos constitucionais. Pode-se afirmar que os primeiros têm um caráter pró-cíclico muito mais acentuado do que os últimos.

As projeções sugerem que a capacidade de investimento dos fundos constitucionais será determinada, principalmente, pelos retornos de suas operações de crédito. Isso ocorre por duas razões. Primeiro, porque a elasticidade unitária da arrecadação dos fundos constitucionais implica na constância desse item - em percentagem do PIB - ao longo do período de projeção.¹⁵ Segundo, porque esses fundos têm uma enorme capacidade de expansão de suas operações ativas. Como não pagam benefícios - tais como saques, seguro-desemprego, etc. - funcionam como fundos rotativos, em que os retornos financeiros de um período - acrescidos da arrecadação e deduzidos das despesas operacionais - são reinvestidos no período seguinte.¹⁶

A maior contribuição para a capacidade de investimento dos fundos constitucionais tem sido - e continuará sendo - a do FNE.¹⁷ Esse fundo contribuiu, em média, no período 1990-1997, com 53% da capacidade de investimento dos fundos constitucionais. O FCO e o FNO tenderão a apresentar trajetórias e níveis de capacidade de investimento bastante semelhantes. Apesar disso, no período 1990-1997, o desempenho do FNO foi ligeiramente melhor do que o do FCO, em função de maiores receitas de operações de crédito a partir de 1994 e menores despesas operacionais.

Os números também mostram, no âmbito dos fundos parafiscais, que o FGTS deve perder sua liderança para o FAT. O período 1998-2000 deve ser de redução da capacidade de investimento do FGTS (em percentagem do PIB). A manutenção de um alto volume de saques, acompanhada por certa estagnação das receitas das operações de crédito respondem por essa tendência. Por sua vez, o FAT demonstra maior potencial de expansão por duas razões. Primeiro, porque a arrecadação do

¹⁵ Recentes trabalhos econométricos dão conta de que a elasticidade-produto da arrecadação de impostos no Brasil é muito próxima da unidade. Ver, por exemplo, MENDONÇA (1997), p. 06.

¹⁶ As elevadas taxas de crescimento das operações de crédito desses fundos no período 1990-1997 se deveram ao fato de que parte desse período foi de implantação de muitos novos programas de investimento. Essas taxas foram de 24% a.a. para o FCO, 38% a.a. para o FNE e 29% a.a. para o FNO.

¹⁷ O FNE é o maior dos três fundos constitucionais, arrecadando 1,8% da receita do Imposto de Renda e do Imposto sobre Produtos Industrializados; os percentuais que cabem ao FCO e ao FNO são de 0,6% sobre a receita desses impostos.

PIS/PASEP tem sido mais elástica ao crescimento do produto do que a arrecadação do FGTS. Segundo, o FAT apresenta maior potencial de crescimento das receitas das operações de crédito. Não apenas suas aplicações são mais diversificadas¹⁸ como também é maior o potencial de expansão do volume de operações. Em especial, o FAT conta com a vinculação constitucional de 40% da arrecadação do PIS/PASEP destinada ao BNDES, mecanismo que proporciona altas taxas de crescimento das operações ativas do Fundo.

Portanto, em um cenário de crescimento sustentado da economia brasileira em que as tendências estruturais de redução do emprego formal possam ser compensadas por um bom desempenho do produto, a capacidade de investimento dos fundos de poupança compulsória dispõe de certo potencial de expansão. Sob as hipóteses adotadas, poder-se-ia dizer que esses fundos estariam prontos para assumir um papel relevante como instrumentos de mobilização de recursos para as políticas de fomento econômico e social. Em suma, um novo ciclo de crescimento sustentado da economia brasileira pode trazer consigo uma correspondente “decolagem” da capacidade de investimento dos fundos compulsórios.

Os resultados sugerem, contudo, que existem obstáculos à vista. Em especial, as baixas taxas de retorno e os elevados graus de inadimplência de alguns programas - especialmente do FGTS e dos fundos constitucionais - podem limitar o crescimento dos retornos das operações de crédito desses fundos. Além disso, os “fantasmas” do desemprego estrutural e da crescente informalização do mercado de trabalho, alertam para a necessidade de reformas abrangentes que visem, por um lado, combater o desemprego em outras frentes (políticas públicas de emprego) e, por outro, limitar o efeito do desemprego sobre a saúde financeira dos fundos parafiscais.

Uma questão relevante seria saber se o montante de recursos à disposição dos fundos de poupança compulsória será compatível com as necessidades das políticas de fomento no futuro. Ou seja, uma coisa é dizer que tais fundos têm bom potencial de expansão da sua capacidade de investimento; outra é afirmar que essa expansão também representa um aumento da participação desses fundos como geradores de recursos frente às crescentes necessidades financeiras das políticas de habitação, emprego, desenvolvimento regional, etc.

Embora o presente trabalho não se ocupe de confrontar a oferta e a demanda dos recursos da poupança compulsória, é possível afirmar que o perfil das aplicações dos fundos aqui estudados terá um papel relevante no novo ciclo de crescimento da economia brasileira. O País terá de contar com fontes e

¹⁸ Os recursos do FAT são emprestados a uma enorme gama de setores e atividades - por intermédio do BNDES e de outras instituições financeiras oficiais federais - enquanto que os do FGTS só podem ser aplicados em habitação popular, saneamento básico e infra-estrutura urbana.

mecanismos adequados de financiamento de atividades tais como ampliação e modernização da infraestrutura, exportações, defesa do meio ambiente, capacitação tecnológica das firmas e investimentos sociais diretos¹⁹. Esses últimos são geradores, por excelência, de “externalidades sociais”, e propícios ao financiamento pela poupança compulsória. A participação de instituições públicas de financiamento será importante, com o BNDES, a CEF e os bancos de desenvolvimento regional provendo crédito aos agentes responsáveis por esse tipo de investimento. A poupança compulsória tem sido uma importante fonte de recursos para essas instituições. Sobre o BNDES, após a criação do FAT, assim se referem BONELLI & PINHEIRO (1994, p. 27): “*as contribuições do PIS/PASEP respondem por quase 90% de todos os novos recursos à disposição do Banco (...)*”. Apesar disso, as perspectivas são de que uma parcela cada vez maior da formação de capital da economia - sobretudo em infra-estrutura - seja financiada por fontes privadas de crédito. O papel da poupança compulsória deverá se concentrar nos “investimentos sociais diretos”. Assim o exige o atual contexto histórico, em que o combate ao desemprego e às desigualdades de renda e riqueza exigirá um grande esforço do governo.

19 Destacam-se ainda o apoio às micro e pequenas empresas, à agricultura familiar, habitação popular, saneamento básico, crédito a trabalhadores autônomos, etc.

4. Poupança e Investimento

Além de considerar as condições de absorção de poupança externa e de geração de poupança interna, o problema da canalização da poupança para atividades produtivas também merece destaque. Duas são as frentes nas quais deve se atuar para aperfeiçoar os mecanismos de canalização. A primeira delas é a regulação do sistema financeiro nacional visando torná-lo mais seguro para poupadores e tomadores. É necessário assegurar a saúde desse sistema, protegendo-o de externalidades negativas associadas a falhas em instituições individuais, especialmente se essas falhas puderem se generalizar em decorrência do risco sistêmico. Esses esforços devem incluir não apenas esquemas de garantias aos depositantes e facilidades de empréstimos de última instância, mas um conjunto de medidas de regulação prudencial e práticas de supervisão.

Neste sentido, o Banco Central brasileiro está trilhando o caminho correto. Além de instituir o Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer) e o Fundo Garantidor de Crédito (FGC), o Banco Central dispõe de um conjunto de medidas de ação imediata ante a possibilidade de insolvência de alguma instituição financeira - intervenção, liquidação extrajudicial e administração especial temporária (RAET), além de medidas que visam (i) responsabilizar civilmente os controladores das instituições financeiras; (ii) flexibilizar as regras de privatização de suas instituições após a adoção do RAET e (iii) apurar possíveis responsabilidades prestadores independentes de serviços de auditoria.

Outra frente seria a adoção de medidas visando ao aperfeiçoamento do mercado de capitais brasileiro, tais como:

- dotar a CVM de instrumentos capazes de melhorar sua capacidade reguladora e fiscalizadora do relacionamento do investidor com a empresa, particularmente no que diz respeito aos acionistas minoritários;
- eliminar as brechas contábeis que possibilitem a publicação de balanços pouco reveladores da real situação da empresa;
- criar uma agência reguladora autônoma (ou dotar a CVM desses poderes) que assuma o papel de principal agente de regulação prudencial do sistema e de fiscal rotineira dos investidores institucionais, no que se refere às suas aplicações em títulos nos mercados de capitais, capaz de padronizar os demonstrativos financeiros de tais investidores, obrigando-os a divulgação periódica, de modo a aumentar a transparência de suas operações.

- aproveitar o momento das privatizações para reduzir a ciclotimia do Estado na emissão de normas, uma vez que o bom funcionamento de qualquer mercado depende de regras estáveis

Concomitantemente à maior supervisão do mercado financeiro, deve-se liberalizá-lo no sentido de que novos instrumentos financeiros possam ser utilizados. Estes são contratos por meio dos quais as necessidades dos doadores e dos tomadores de recursos são simultaneamente atendidas, de forma a viabilizar a transferência dos recursos de uns para os outros. Quanto mais amplo o leque de opções disponíveis nos mercados de capitais, maiores as chances de atendimento das necessidades dos agentes. Estas necessidades são baseadas em determinadas características dos ativos, tais como:

- Liquidez: a criação de ativos com liquidez cada vez mais elevada permite que uma parcela dos recursos antes retidos nos caixas das empresas possam ser realocada para aplicações produtivas;
- Institucionalização da Poupança: permite a agregação de poupança anteriormente difusa, o que pode gerar ganhos de escala nas aplicações, reduzindo o custo de capital;
- Eficiência Alocativa: mercados mais completos fornecem melhores possibilidades de aplicações e captações;
- Disseminação da Informação: os mercados financeiros agregam diversas opiniões de seus vários participantes sobre o valor dos investimentos. Isto pode ser útil para que os investidores percebam em maior escala quais os melhores projetos e para que os empresários tenham outras opiniões sobre suas decisões de investimento. Tem-se, assim, um melhor controle sobre administrações insatisfatórias;
- Repartição de Riscos: a ampliação do leque da combinação da relação risco-retorno permite que o investidor escolha a carteira que adeque-se melhor a seu comportamento diante do risco;
- Separação entre Propriedade e Administração: facilita a administração profissional dos recursos.

Progressos têm ocorrido na modernização do arsenal de instrumentos financeiros disponíveis no Brasil. Além de um grande desenvolvimento das opções existentes nos mercados de derivativos nacional e do crescimento do montante neles negociados, novos títulos vêm ganhando destaque no sistema financeiro tais como as letras hipotecárias, os Fundos de Aposentadoria Programada (FAPI), o Título de Participação em Receita em Serviço Concedido (TPR), os Bônus de Recebimento, o Plano

Gerador de Benefício Livre (PGBL), os títulos ligados ao incentivo à exportação e ao *agribusiness* e os títulos de desenvolvimento econômico.

Embora a modesta recuperação da taxa de investimento iniciada em 1993 ainda seja insuficiente para assegurar perspectivas mais sólidas de crescimento econômico e melhoria do bem-estar social no país, prevê-se para o futuro próximo uma sensível melhora neste quadro. Os nove levantamentos analisados sobre planos e intenções de investimentos de grandes empresas privadas e estatais²⁰, são unânimes em indicar uma recuperação dos investimentos na economia brasileira no pós-Real. O investimento industrial teria passado de 2,8% do PIB em 1992-1993 para 3,0-3,5% em 1995-1997 (CNI/CEPAL, 1997). Para que se tenha uma idéia do volume de recursos envolvidos, estudo do Ministério da Indústria e do Comércio, por exemplo, identifica investimentos industriais de US\$ 94,1 bilhões, para o período 1995-2000, dois terços dos quais em setores com capacidade competitiva, principalmente nos segmentos químico, automotivo, de alimentos, metalúrgico e papel e celulose (MICT, 1996). Com um horizonte de tempo mais amplo, a ABDIB contabiliza US\$ 190 bilhões em planos de investimento em infra-estrutura e indústrias de base, para o período 1997-2006, sendo que US\$ 42,8 bilhões correspondem a projetos já em execução (ABDIB, 1997). Os planos de investimento apenas dos 32 maiores grupos econômicos privados brasileiros somam US\$ 25,7 bilhões para o período 1996-2001, com 66% dos recursos direcionando-se para setores produtores de *commodities* (GAP/BNDES, 1997).

A retomada dos investimentos tem sido comandada pela ampliação do mercado interno, devido ao efeito combinado da estabilização, abertura comercial, expansão do crédito e redução das incertezas. O que se identifica para o período 1995-97, entretanto, é ainda um “miniciclo” inicial de investimentos, fortemente apoiado em ações modernizadoras e/ou redutoras de custos, aguardando estímulos adicionais do ambiente econômico para se transformar em um ciclo de expansão de plantas industriais (CNI/CEPAL, 1997). Tais estímulos podem assumir a forma tanto de políticas horizontais gerais (redução do “custo Brasil”, consolidação da estabilização, políticas de educação, treinamento, tecnologia e informação), como de políticas de suporte às exportações (desoneração fiscal, linhas especiais de crédito, seguro de crédito) e de reestruturação do sistema financeiro doméstico, com o fortalecimento dos segmentos de crédito de médio e longo prazos e do mercado de capitais (Mendonça de Barros, J. R. & Goldenstein, L., 1997).

O programa de privatizações tem efeito particularmente importante sobre a recuperação dos investimentos em segmentos da indústria de base e infra-estrutura, na medida em que restaura a

²⁰ Os estudos analisados foram ABDIB (1997), Arthur Andersen (1996), CNI/CEPAL (1997), FIESP (1997), GAP/BNDES (1997), MICT (1996), MICT (1996a), Rodrigues, D. A. (1997) e Simonsen & Associados (1996).

capacidade de investimento das empresas anteriormente sobre controle do setor público. Além disso, há indicações de alteração do perfil setorial dos investimentos, com desaceleração destes no setor de bens de consumo, intensos no início do processo de estabilização, e ampliação das taxas de crescimento dos setores de bens de capital e da construção civil.

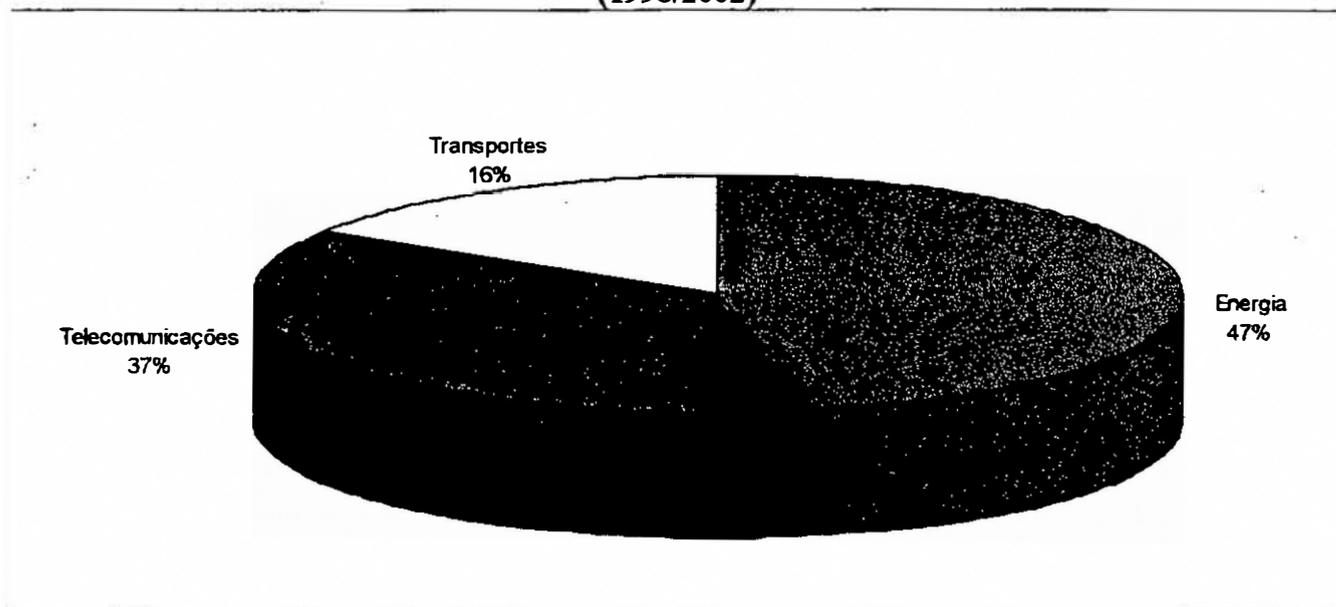
Com respeito à infra-estrutura econômica, a demanda por investimento está estimada em US\$ 110,5 bilhões, no período de 1998-2002, cabendo a Energia US\$ 51,4 bilhões (47%), Telecomunicações US\$ 41,2 bilhões (37%) e Transportes US\$ 17,9 bilhões (16%) (cf. Tabela 11 e Gráfico 10).

Tabela 11
Infra-Estrutura: Estimativa de Recursos para Investimento²¹
(1998/2002)

Área	1998	1999	2000	2001	2002	Total
1. Energia	9,2	11,7	12,1	10,3	8,1	51,4
2. Telecomunicações	7,5	9,3	10,9	8,7	4,8	41,2
3. Transportes	2,1	3,7	4,8	4,2	3,1	17,9
Total	19,8	24,7	27,8	23,2	16,0	110,5

Fonte: MME, MC e MT.
Elaboração CGFP/IPEA.

Gráfico 10
Infra-Estrutura: Participação das Principais Áreas na Estimativa de Recursos para Investimento
(1998/2002)



Fonte: MME, MC e MT. Elaboração CGFP/IPEA.

²¹ Os US\$ 110,5 bilhões estimados para o quinquênio 1998/2002 têm como base o programa de investimentos das empresas estatais setoriais. Exceto no setor petróleo, em todos os outros existe elevada demanda reprimida por serviços, particularmente em telecomunicações (onde existem cerca de 15 milhões de pessoas esperando por uma linha de telefone fixo). Esta pode ser considerada uma das principais causas dos seus investimentos serem elevados e crescentes até 2001 havendo grande queda em 2002 (início dos investimentos mais qualitativos e menos estruturais).

O Plano Plurianual de Investimentos-PPA atribui significativa importância à participação do setor privado na retomada dos investimentos em infra-estrutura, contribuindo para o avanço do processo de desestatização. Em 1998 os grandes destaques são as telecomunicações que, após a desestatização, poderão dispor de 9 empresas estatais e 10 empresas privadas operando na telefonia celular, e de três *holdings* regionais na telefonia fixa, bem como o setor elétrico com grande parte da geração e da distribuição privatizados.

As principais formas pelas quais o governo está incrementando a participação do setor privado na área de infra-estrutura são: a privatização; a concessão dos serviços públicos; e o incentivo ao *project finance*. A previsão de distribuição dos investimentos entre setor público e privado pode ser vista na Tabela 12, a seguir.

Tabela 12
Infra-Estrutura: Participação das Fontes Previstas de Recursos para Investimento
(1998/2002)

Á r e a	Setor Público ¹	Setor Privado ²	(Em Percentagem) T o t a l
1. Telecomunicações	24,7	75,3	100,0
2. Energia	59,2	40,8	100,0
3. Transportes ³	69,1	30,9	100,0

Fonte: PPA e Planos de Investimentos das Estatais. Elaboração CGFP/IPEA.

Notas: ¹Governos Federal e Estaduais e Estatais Federais e Estaduais.

²Privatização, Concessão e *Project Finance*.

³Área de menor atratividade econômica. No setor rodoviário a responsabilidade dos investimentos públicos será da União, dos Estados e de alguns municípios e a principal fonte de recursos ainda é a orçamentária.

A concessão, segunda forma de incrementar a participação do setor privado na infra-estrutura, precisa ter um marco jurídico-legal, com regras claras e permanentes, suficientemente flexível para comportar alterações diante das discontinuidades tecnológicas e de mudanças econômicas e institucionais, evitando o discricionarismo que pode ocorrer diante das mudanças de governo. Segundo o artigo 175 da Constituição Federal os itens obrigatórios que devem constar em uma lei de concessão são: o regime das concessionárias; as condições do contrato (tais como renovação, tempo, rescisão e fiscalização); os direitos do consumidor; a política tarifária; e a obrigação de manter o serviço com quantidade e qualidade.

5. Conclusão

Dada a recuperação esperada do investimento no país, é crucial a elevação da taxa de poupança doméstica, como forma de minimizar a dependência da poupança externa e assegurar um mínimo de crescimento econômico sustentado. Além das indicações fornecidas por levantamentos mencionados neste trabalho, perspectivas de crescimento da taxa de investimento no Brasil estão fortemente associadas à evolução das políticas públicas e dos fundamentos macroeconômicos.

Estudos disponíveis sugerem que as políticas do setor público podem estimular o investimento privado mediante: fixação de níveis moderados de taxa de juros, manutenção de ambiente macroeconômico estável (estabilidade das regras do jogo) e adoção de políticas sustentáveis, de modo a reduzir a incerteza e gerar credibilidade junto aos agentes econômicos.

As reformas estruturais devem representar passo significativo na implementação dessas políticas, favorecendo o crescimento econômico, consequentemente elevando os níveis de investimento no País. Nesse ambiente, é indispensável cuidar para que a poupança doméstica, pública e privada, não seja fator restritivo ao crescimento sustentado.

Nos atuais níveis de poupança doméstica, a análise empreendida sugere a impossibilidade do país crescer a taxas maiores do que 4% ao ano. A principal restrição ao crescimento da poupança é fiscal. A implementação de reformas fiscais (tributária, previdenciária e dos gastos) conduziria a uma redução no hiato de recursos necessários à obtenção de maiores taxas de crescimento da economia. As reformas tributária e previdenciária poderão favorecer a poupança privada, mediante a elevação da propensão marginal a poupar. A esta adiciona-se a possibilidade de aumento da poupança pública, pois as despesas nessa área constituem a principal fonte de desequilíbrio do setor público consolidado no país. Sob este aspecto, essas reformas podem permitir maiores taxas de crescimento econômico no futuro (+ 0,5% a.a. cada uma), sugerindo que se forem implementadas o país pode ter crescimento sustentado adicional da ordem de 1% após 2001, o que significa taxas médias de 5,0% a. a..

A formação de poupança compulsória pode contribuir com o financiamento dos investimentos. Os fluxos de capacidade de investimento dos fundos compulsórios (FGTS, FAT e fundos constitucionais) podem chegar, segundo as projeções deste estudo, a algo em torno de 2% do PIB em 2002. Revela-se, portanto, um potencial de mobilização de recursos não desprezível, beneficiando setores e atividades de alto “retorno social” (habitação, infra-estrutura urbana, micro e pequenas empresas, agricultura familiar, turismo, etc.). Bem geridos e contando com ambiente macroeconômico favorável, esses fundos poderiam ter papel destacado nas políticas públicas de fomento econômico e social

Além disso, é indispensável assegurar solidez ao sistema bancário e acompanhar a evolução dos ativos financeiros totais da economia, visando minimizar a formação de bolhas especulativas. Independente dos elementos objetivos da análise, é fundamental o empenho do governo federal no sentido de melhorar sua credibilidade junto aos agentes econômicos, com vistas à redução do risco Brasil e conseqüentemente das taxas de juros. Para tanto, é necessário compromisso com metas fiscais e ações planejadas.

APÊNDICE - Modelo Macroeconômico de Poupança Doméstica

Para as simulações da trajetória de poupança doméstica foi adotado um modelo macroeconômico representado pelas equações reduzidas que seguem

$$s_{df} = (1 - \sigma_1) (t + \tau) + \sigma_0 + \sigma_1 - \lambda - c_g$$

$$s_{de} = (g - g_0)v - \beta\phi \text{ para } v > 0$$

onde :

s_{df} - poupança doméstica/PIB condicionada pela restrição fiscal.

t - receita líquida das administrações públicas (receita total menos transferências, subsídios e juros).

c_g - compras de bens e serviços do governo mais dispêndio com pessoal (exceto gastos com educação básica, técnica e pesquisa e apoio ao desenvolvimento tecnológico).

λ - gastos com educação básica, técnica e pesquisa e apoio ao desenvolvimento tecnológico.

τ - variável de esforço fiscal levando-se em consideração os impactos de possíveis ajustes fiscais e receitas de concessões.

σ_0 - propensão autônoma a poupar.

σ_1 - propensão marginal a poupar.

s_{de} - necessidade de poupança doméstica/PIB para dadas taxas de crescimento econômico.

g - taxa média de crescimento do PIB.

g_0 - taxa de depreciação.

v - relação capital-produto.

ϕ - déficit em transações correntes/PIB.

β - coeficiente de substitubilidade entre poupança externa e interna.

Bibliografia

- Abreu, M.P. Carneiro, D.D. e Werneck, R.F. (1994) - "Government and Economic Growth: A Three-Gap View of the Long-Run Prospects of the Brazilian Economy". PUC: Texto para Discussão nº327, Rio de Janeiro.
- Banco Mundial (1994): World Development Report 1994 - Infrastructure for Development.
- Barro, R.J. e MacDonald, G.M.(1979) - "Social Security and Consumer Spending in a International Cross Section". Journal of Public Economics, v.11, p.275-289.
- Bonelli, Regis & Pinheiro, Armando C. (1994). O Papel da Poupança Compulsória no Financiamento do Desenvolvimento: Desafios para o BNDES. Rio de Janeiro, Revista do BNDES, vol. 1, nº 1, p. 17-36, junho.
- Brasil (1988): Constituição Federal. Brasília.
- Brasil, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (1997) O Brasil na Virada do Milênio - Trajetória do Crescimento e Desafios do Desenvolvimento. Brasília: IPEA, julho de 1997.
- CEPAL (1996) - "Fortalecer El Desarrollo. Interacciones entre Macro y Microeconomía".
- Diamond, P.A. (1965) - "National Debt in a Neoclassical Growth Model". American Economic Review, v.55, nº 5, p.1126-1150.
- ELETROBRÁS (1996): Plano Decenal de Expansão 1997/2006. Rio de Janeiro, Dezembro.
- ELETROBRÁS (1996): Plano Nacional de Energia Elétrica 2015. Rio de Janeiro.
- Feldstein, M. (1974) "Social Security, Induced Retirement and Agregate Capital Accumulation". Journal of Political Economy, v.82, n.4, pp.905-926.
- Feldstein, M. & , C. Horioka (1980): Domestic Saving and International Capital Flows. The Economic Journal, v. 90, n. 358, junho, pg. 314-329.
- Feldstein, M. (1996) "Social Security and Saving". National Tax Journal, v.49, n.2, pp.151-164.
- Ferreira, P.C. e Araújo, C.H. (1997) - "Reforma Tributária no Brasil: Efeitos Alocativos e Impactos de Bem-Estar". EPGE: Ensaios Econômicos nº 316, Setembro. Rio de Janeiro.
- Fortuna, E., (1995). "Mercado Financeiro: Produtos e Serviços". Editora Qualitymark.
- Franco, G.H.B. (1990): Regulação do Capital Estrangeiro no Brasil: Análise da Legislação e Propostas de Reforma. TD nº 246. DE/PUC RJ. Rio de Janeiro.
- Giambiagi, F. et alli (1997) - " Cenário Macroeconômico 1997-2002". Texto para Discussão do BNDES nº 56, Rio de Janeiro.
- Gazeta Mercantil (1997): Vários Números.
- IPEA (1997) - Boletim de Finanças Públicas, nº01, Brasília, dezembro.
- IPEA (1998): Boletim de Finanças Públicas. nº 02. Brasília, março.
- Krugman, P., (1998). "What Happened to Asia?" Disponível, on-line, em <http://web.mit.edu/krugman/www/DISINTER.html>. Janeiro.
- Krugman, Paul (1979). A Model of Balance of Payments Crises. Journal of Money, Credit, and Banking, vol. 11, no 3 : 311-25.
- Lima, L.E.P. (1997): EUA: O Êxito da Securitização Imobiliária. Gazeta Mercantil.
- Maia, G. V. S., (1994). "Regulamentação e Supervisão Bancária no Brasil: Considerações Acerca da Criação do Fundo (Seguro) de Depósito e da Implantação das Normas do Acordo de Basiléia". DEPEC/BACEN, Brasília.
- Maka, A. (1997) - "A Sustentabilidade de Déficits em Conta-Corrente". IPEA: Texto para Discussão nº481, Brasília.
- Maka, Alexis (1997b). Estratégias de Combate à Inflação: Âncora Cambial Versus Âncora Monetária. Texto Para Discussão no 520. IPEA.
- Maka, Alexis (1998). Âncora Cambial, Ajuste Fiscal e Volatilidade dos Fluxos de Capitais: Implicações de Política Econômica para o Brasil. Mimeo. IPEA.

- Matos Filho, J. C. e Cândido Jr., J. O., (1997). "Poupança Privada e Sistema Financeiro: Possibilidades e Limitações". Texto para Discussão N.º 488, IPEA, Junho.
- Matos Filho, J.C. & C. W. Oliveira (1996): O Processo de Privatização das Empresas Estatais Brasileiras. TD nº 422. IPEA. Brasília.
- Mayer, C., (1989). "Myths of the West: Lessons from Developed Countries for Development Finance". The World Bank Working Papers, WPS N.º 301.
- Mendonça de Barros, J. R. e Almeida Junior, M. F., (1996). "Reestruturação do Sistema Financeiro no Brasil". Ministério da Fazenda, Secretaria de Política Econômica. Mimeo.
- Mendonça de Barros, J. R. e Almeida Junior, M. F., (1997). "Análise do Ajuste do Sistema Financeiro no Brasil". Ministério da Fazenda, Secretaria de Política Econômica, Brasília, Maio.
- Ministério da Fazenda (1997) - "Reforma Tributária ou Reforma Fiscal ? ". Apresentação na Comissão Especial Proposta de Emenda à Constituição nº175-A, de 1995, Brasília.
- Ministério das Comunicações (1995): Programa de Recuperação e Ampliação do Sistema de Telecomunicações e do Sistema Postal-PASTE. Brasília.
- Ministério do Planejamento (1997): Portaria nº 268. Brasília, Setembro.
- Ministério dos Transportes (1996): Propostas de Ações e Projetos Estratégicos para o Setor Transportes. Brasília.
- Miranda, R. B. (1997) - "Previdência Social em Três Modelos Novo-Clássicos". EPGE: Dissertação de Mestrado em Economia, Rio de Janeiro.
- Munnell, A.H. (1976) - "Private Pensions and Saving: New Evidence". Journal of Political Economy, v.84, n.5, pp.1013-1032.
- Ohana, E.F. Zolhof, P. e Bizzarria, J.H. (1989) - "A Economia Brasileira e a Questão Fiscal: Diagnóstico dos Anos 80 e Perspectivas para o Limiar da Próxima Década" in IPEA: Prioridades e Perspectivas de Políticas Públicas, vol.1, Brasília.
- Pereira, E. B. (1995) - "Financiamento da Educação no Brasil: 1990-93". IPEA: Mimeo, Brasília.
- PETROBRÁS (1995): Fatos, Dados e Perspectivas. Rio de Janeiro, Outubro.
- Rigolon, F.J.Z. (1996) - "A Retomada do Crescimento e o Papel do BNDES". BNDES: Texto para Discussão nº41, Rio de Janeiro.
- Rodrigues Jr, W. (1997): A Participação Privada no Investimento em Infra-Estrutura e o Papel do Project Finance. Texto para Discussão IPEA. No. 495.
- Rodriguez, C. (1997): Título Permite que Concessionárias Antecipem Receitas. Gazeta Mercantil. 16 de dezembro de 1997.
- Rojas-Suárez, L. e Weisbrod, S. R., (1997). "Towards an Effective Regulatory and Supervisory Framework for Latin America". Inter-American Development Bank Working Papers, Working Paper Series N.º 336, Fevereiro.
- Saad, Eduardo G. (1991). Comentários à Lei do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço. São Paulo: LTr.
- Simonsen, M. H., (1995). "A Regulamentação do Sistema Financeiro Nacional". Palestra proferida no Banco Bozzano-Simonsen, Outubro.
- Simonsen, M.H. e Cysne, R.P. (1989) - "Macroeconomia". Editora Ao Livro Técnico, Rio de Janeiro.
- Stiglitz, J. E. e Uy, M., (1996). "Financial Markets, Public Policy, and The East Asian Miracle". The World Bank Research Observer, Volume 11, N.º 2, Agosto.
- Stiglitz, Joseph E. (1988) The Economics of the Public Sector. New York: W.W. Norton & Company.
- Stiglitz, Joseph E. (1994). The Role of the State in Financial Markets. l., World Bank (preparado para a Conferência Anual do Banco Mundial sobre Economia do Desenvolvimento, 1993), mimeo.
- Tourinho, Octávio A.F. e Andrade, S.C. (1998) - "Cenários para o Início do Milênio no Brasil". Rio de Janeiro. IPEA, mimeo.
- TPR (1997): Projeto de Lei No 216/97.
- Vittas, D., (1992). "The Impact of Regulation on Financial Intermediation".

Werneck, R.F. (1987) - "Retomada do Crescimento e Esforço de Poupança: Limitações e Possibilidades". IPEA: PPE, Vol. 17, nº 1, abril. Rio de Janeiro.

