

Obcecados pela Poupança

Seria uma alta Taxa de Poupança Necessária para o Desenvolvimento Econômico?

Outubro de 2017

Felipe Dexheimer¹

Uma taxa de poupança maior tem sido defendida há anos por uma série de economistas brasileiros. Em conjunção, há uma busca por culpados, com os altos juros e o câmbio excessivamente apreciado sempre na linha de tiro.

Mas evidências acadêmicas, tanto com bases macro ou microeconômicas, apontam para uma baixa relevância desta variável, em especial em detrimento de um funcionamento adequado da intermediação financeira.

Taxa de Poupança

Busca-se grandes respostas em equações simples da Macroeconomia. Uma destas está abaixo:

$$Y = C + I + G \quad (1)$$

Onde Y representa o PIB, C o consumo das famílias, I o Investimento e G o gasto do governo. A taxa de poupança (S) pode ser definida como o volume não consumido pela população ou pelo governo, ou seja:

$$S = Y - C - G \quad (2)$$

Rearranjando 1 e substituindo os termos em 2, chega-se a:

$$\begin{aligned} Y - C - G &= I \\ S &= I \end{aligned} \quad (3)$$

A equação 3, resultante, é mágica: Taxa de Poupança é igual a Investimento. E como Investimento é visto como gerador de maior crescimento e produtividade, busca-se o Santo Graal de uma alta taxa de poupança.

Em 2014, Joaquim Levy citou a necessidade de aumentar a taxa de poupança (Peres, Rodrigues, & Peres, 2014). Em abril de 2017 foi a vez de Nilson Teixeira, ao explicar porque os juros no Brasil não “são civilizados” o economista indica que: “baixa poupança limita a oferta de financiamento dos investimentos e, por isso, ajuda a manter os juros altos.” (Romero, 2014).

Mas teria uma simples equação o poder de explicar o comportamento dos agentes econômicos no nível micro?

Evidências

Um importante estudo acerca dos fatores que impactam o crescimento da produtividade foi publicado em 2000 por Thorsten Beck, Ross Levine e Norman Loayza (Beck & Levine, 2000). Nele os autores analisam o impacto da Taxa de Poupança e da Formação de Crédito na taxa crescimento da produtividade de 77 países, emergentes e desenvolvidos, em 20 anos terminados em 1995.

Suas conclusões entram em conflito com a identidade macroeconômica. Encontra-se uma grande e robusta relação entre o aumento da intermediação financeira e o crescimento dos investimentos e da produtividade per capita, mas não há relação clara destas variáveis com a taxa de poupança.

Em uma análise atualizada, utilizando um modelo VAR (Vetor Autoregressivo) e os mesmos parâmetros, restringindo a amostra a 20 países desenvolvidos entre os anos de 1995 e 2014 (Dexheimer, 2017), chega-se a conclusões muito parecidas: produtividade, crédito e investimento tem relações significativas entre si, mas nada relevante em relação à taxa de poupança, como mostra a Figura 1.

Nela é possível ver que, na decomposição do crescimento da produtividade total dos fatores, tanto o coeficiente quanto o Teste F são muito mais relevantes para o crescimento do crédito do que para a taxa de poupança.

Figura 1: Modelo VAR, Resultados para a Variável “Produtividade total dos fatores (MPF)”

MPF (-1)	Credit Growth (-1)	GFCF Growth (-1)	Savings Rate (-1)
0.164375	0.068084	-0.110841	0.04418
(0.07068)	(0.02187)	(0.02207)	(0.05742)
[2.32574]	[3.11347]	[-5.02339]	[0.76941]
MPF (-2)	Credit Growth (-2)	GFCF Growth (-2)	Savings Rate (-2)
0.060506	0.041232	-0.03576	-0.020483
(0.06570)	(0.02286)	(0.02295)	(0.05832)
[0.92092]	[1.80342]	[-1.55808]	[-0.35119]
Participation	Govt Savings	Govt Spending	CPI
0.003144	0.058308	0.008327	0.009637
(0.02078)	(0.03034)	(0.01614)	(0.09524)
[0.15131]	[1.92167]	[0.51599]	[0.10119]
Short Real Rates	Years of Schooling	Urbanization	Trade (%GDP)
0.154541	0.159544	-0.002388	-0.003024
(0.07366)	(0.10385)	(0.01179)	(0.00276)
[2.09794]	[1.53631]	[-0.20249]	[-1.09376]
Dependency Ratio	Initial GDP per Capita	C	
-0.017955	-0.263921	1.838521	
(0.03462)	(0.71788)	(6.35621)	
[-0.51860]	[-0.36764]	[0.28925]	

Standard errors in () & t-statistics in []

Onde: MPF é o crescimento da produtividade total dos fatores, *Credit Growth* é o crescimento do estoque de crédito, *GFCF Growth* é o crescimento da formação bruta de capital fixo e *Savings Rate* é a taxa de poupança. (Dexheimer, 2017)

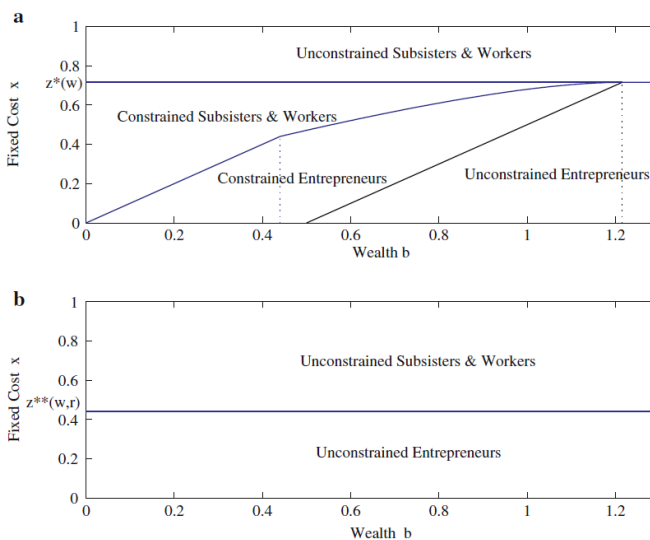
Por fim, no estudo em relação aos mecanismos do crescimento da produtividade da economia da Tailândia entre os anos de 1976 e 1996, Hyeok Jeong e Robert M. Townsend fazem um modelo microeconômico, extremamente aderente à economia do país, conseguindo explicar que boa parte, mais de 60%, do crescimento da produtividade no período se deveu ao aumento da intermediação financeira.

A construção do modelo demonstra o porquê de um ponto de vista microeconômico: apenas com

poupança própria, os agentes têm pouca chance de conseguirem abrir negócios, mesmo que tenham talento para tal. Quando conseguem, suas empresas ficam aquém da escala *ótima*, o que deixa a economia em uma armadilha de baixa produtividade, como mostra a Figura 2.

Figura 2: Mapa de Escolha Ocupacional

No estudo original a variável x , ou *Fixed Cost*, é ligada ao inverso do talento de cada indivíduo, sendo 0 o maior talento possível.



Occupational choice maps **a** Non-credit sector, **b** Credit sector

Retirada de (Jeong & Townsend, 2007)

No mapa do setor onde não há intermediação financeira (a), mesmo indivíduos com talento, mas sem acesso a capital para implementarem suas ideias ficam presos a trabalhos assalariados ou à mera subsistência.

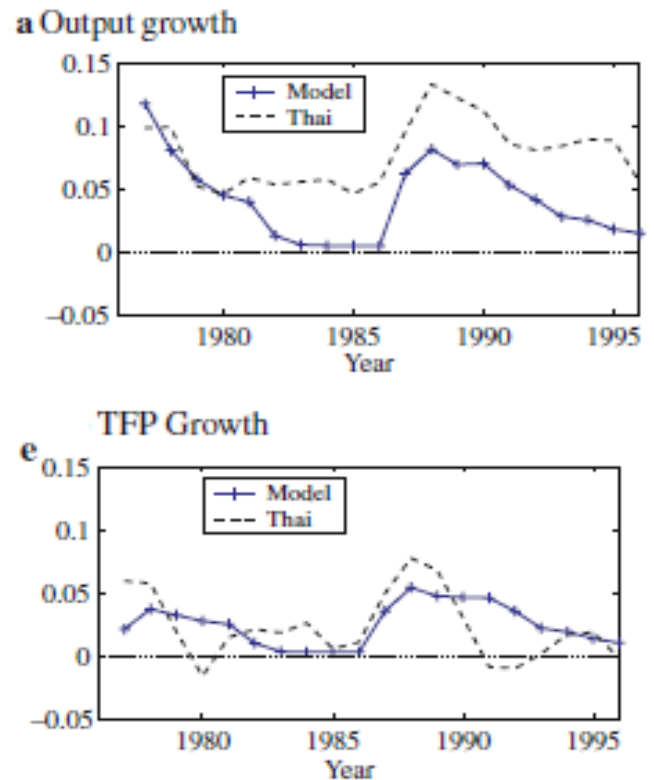
É também interessante notar que com melhor intermediação financeira, alguns agentes com capital próprio desistem de montar empresas e tornam-se

assalariados, porque o salário em uma economia mais produtiva é melhor do que o lucro de uma firma distante de sua estrutura ótima de capital.

Somente quando indivíduos talentosos conseguem levantar capital, na forma de ações ou dívida, é que se consegue destravar os ganhos de produtividade (Jeong & Townsend, 2007).

A Figura 3 mostra como o modelo foi aderente ao desenvolvimento econômico do país, replicando com fidelidade tanto o crescimento da economia como um todo quanto o de sua produtividade.

Figura 3: Crescimento e Produtividade



Dados da economia tailandesa. Retirada de (Jeong & Townsend, 2007)

Conclusões

O aumento da taxa de poupança por si só parece não trazer nenhuma garantia de formação bruta de capital fixo ou de desenvolvimento econômico.

Ainda que possibilite a criação de um estoque de capital, para que este possa ser colocado para trabalhar, sem um sistema legal e financeiro que permita que tal capital seja empregado de maneira eficiente, potenciais ganhos podem ser ilusórios.

Um sistema legal eficiente na resolução de conflitos, distribuição adequada de perdas e que permita que credores e acionistas ajam com segurança é ponto de partida necessário não só para alocar capital, mas também para extrair o máximo do *pool* de talentos de uma nação.

Referências

Beck, T., & Levine, R. e. (2000). Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics*, pp. 261-300. Fonte: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304405X00000726>

Dexheimer, F. R. (2017). Essays on the Great Recession. (EESP - MPFE: Dissertações, Mestrado Profissional em Finanças e Economia). Fonte: <http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/18722>

Jeong, H., & Townsend, R. M. (2007). Sources of TFP growth: occupational choice and financial deepening. *Economic Theory*, 32, pp. 179-221. doi:10.1007/s00199-006-0201-8

Peres, L., Rodrigues, L., & Peres, B. e. (28 de 11 de 2014). Dilma inicia guinada na política econômica. *Valor Econômico*. Fonte: www.valor.com.br/politica/3796972/dilma-inicia-guinada-na-politica-economica

Romero, C. (05 de 04 de 2014). No País dos Juros Altos. *Valor Econômico*. Fonte: <http://www.valor.com.br/brasil/4927416/no-pais-dos-juros-altos>

¹ Felipe R. Dexheimer é Pesquisador do Centro de Estudos em Processos de Investimento – FGV/EESP.