

BAIXA POUPANÇA: INCENTIVOS OU CRESCIMENTO?

Samuel Pessoa e Silvia Matos
Ibre-FGV
Versão preliminar

Seminário “Política do salário mínimo para
2015-2018”

Mesa “Macroeconomia e salário mínimo”
Ibre - FGV

Rio de Janeiro, 7 e 8 de maio de 2014

PLANO

- Indústria e poupança
- A baixa poupança brasileira e suas implicações
- Duas visões da formação da poupança doméstica
 - Pós-keynesiana: a macro determina a taxa de poupança
 - Neoclássica: a taxa de poupança é fruto dos incentivos
- Teste empírico:
 - Motivação: capítulo 3º da edição de abril de 2014 do *World Economic Outlook* do FMI
 - Teste em painel da resposta da taxa de poupança ao crescimento
 - Dois fatores: resposta da poupança ao crescimento e especificidades de cada economia
 - Refazer o exercício do FMI retendo as especificidades de cada país
- Por que nosso efeito fixo é baixo e por que a resposta da poupança no Brasil ao crescimento é menor?
 - Contrato social da redemocratização
 - Conciliando a macro com a micro
- Conclusão

INDÚSTRIA E POUPANÇA

- Baixa poupança dificulta a vida da indústria
 - Argumento: consumo elevado estimula serviços, setor trabalho intensivo
 - Os salários sobem, dificultando a competitividade da indústria
- Baixa poupança em economias com vantagem comparativas em bens primários dificulta a vida da indústria ainda mais

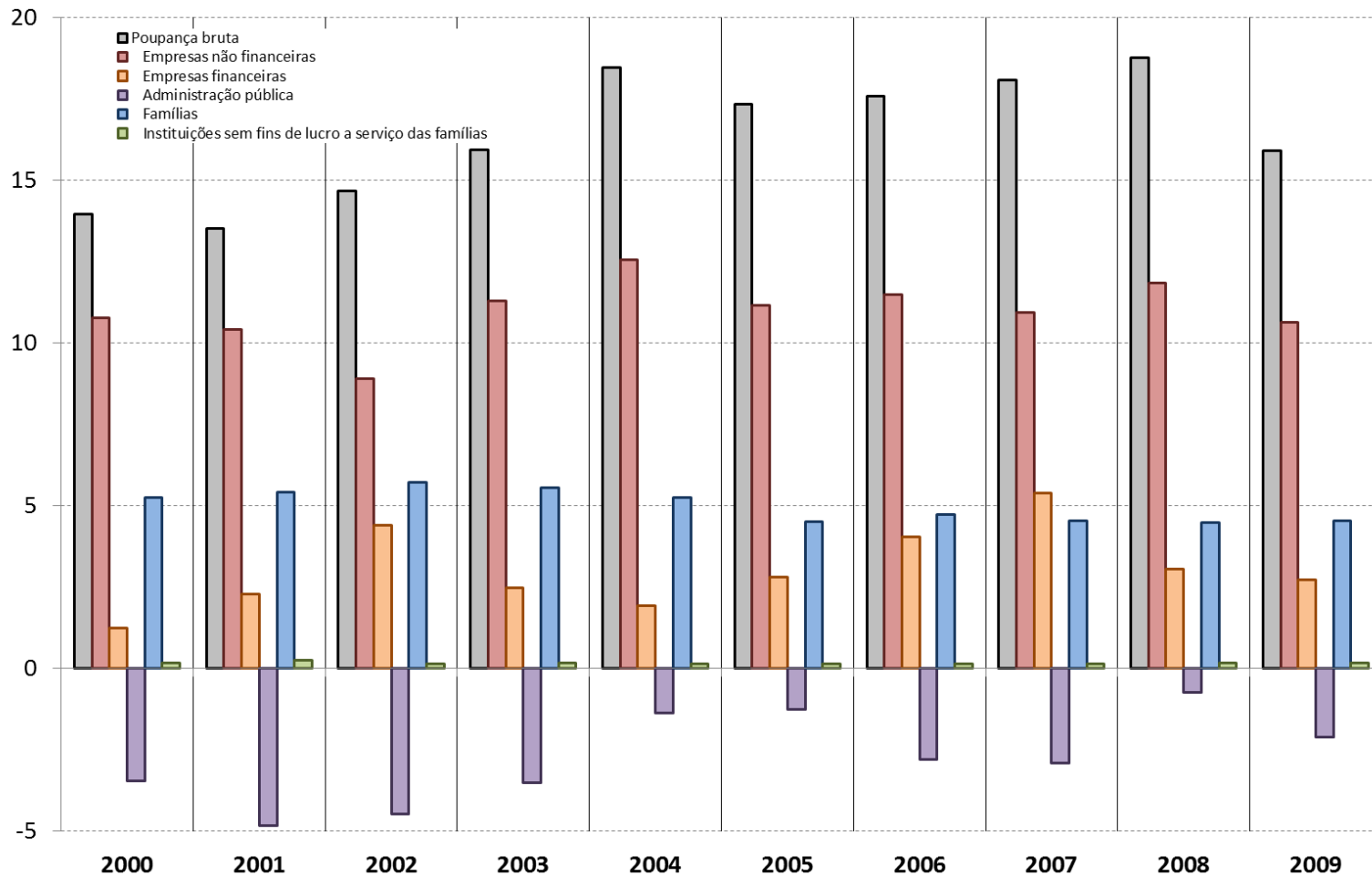
INDÚSTRIA E POUPANÇA

Paper com Silvia Matos e Regis Bonelli

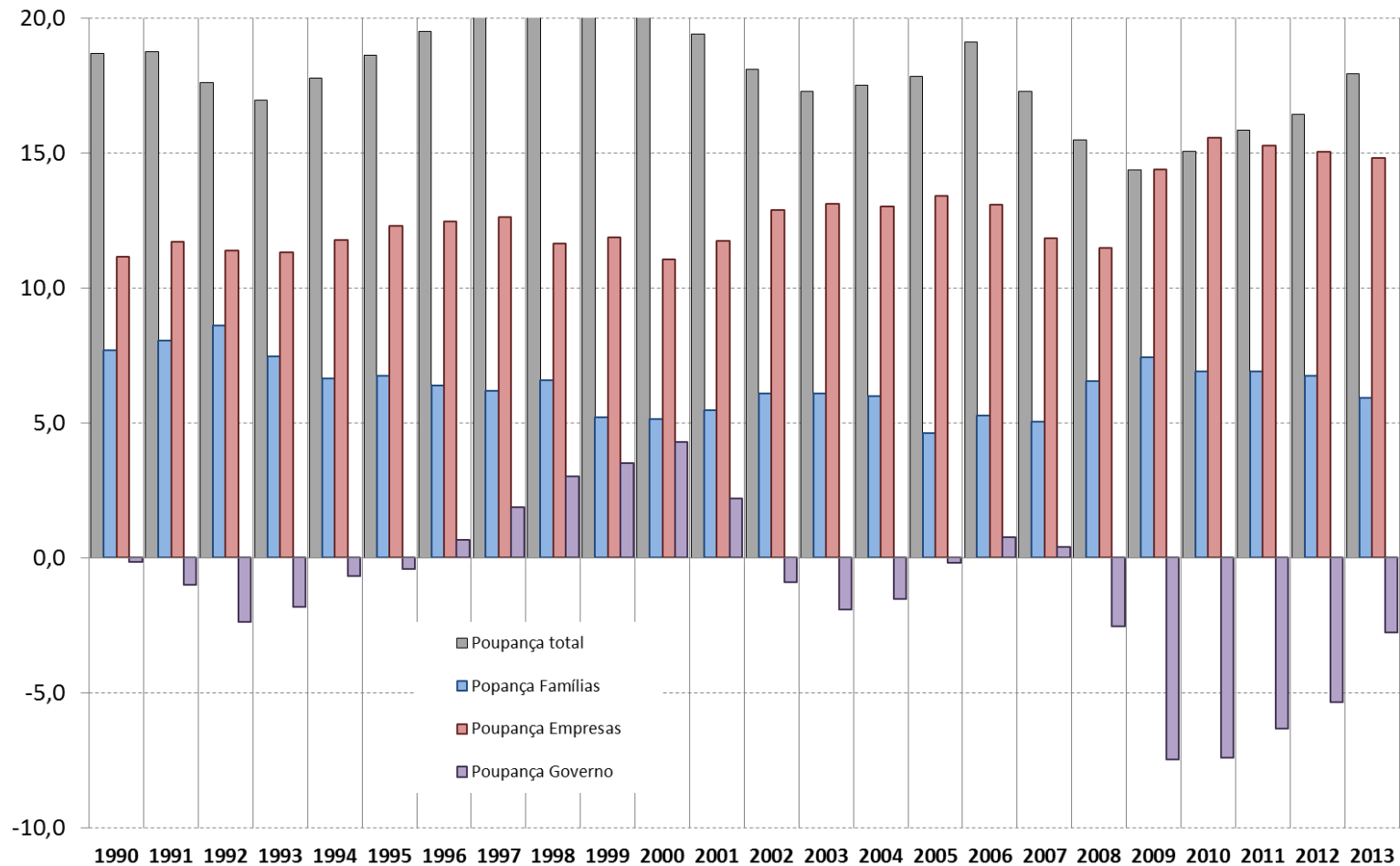
	2001-2007 valores de p	
$\ln(y)$	0,305**	0
$(\ln(y))^2$	-0,018*	0
$\ln(\text{POP})$	0,009**	0,9
Taxa de poupança (%)	0,003**	0,2
$\ln(\text{Dens} - \text{POP})$	0,010**	1,5
$\ln(\text{Câmbio Real})$	- 0,054*	6,4
Constante	-1,331*	0
Renda máxima indústria (US\$ correntes)	4.915	
R^2	0,46	
R^2 ajustado	0,42	
Número de observações	88	
aic	-276	
bic	-259	

Nível de significância: *** $p < 1\%$, ** $p < 5\%$, * $p < 10\%$. Coluna da direita: 1

BRASIL: SOCIEDADE QUE POUPA POUCO

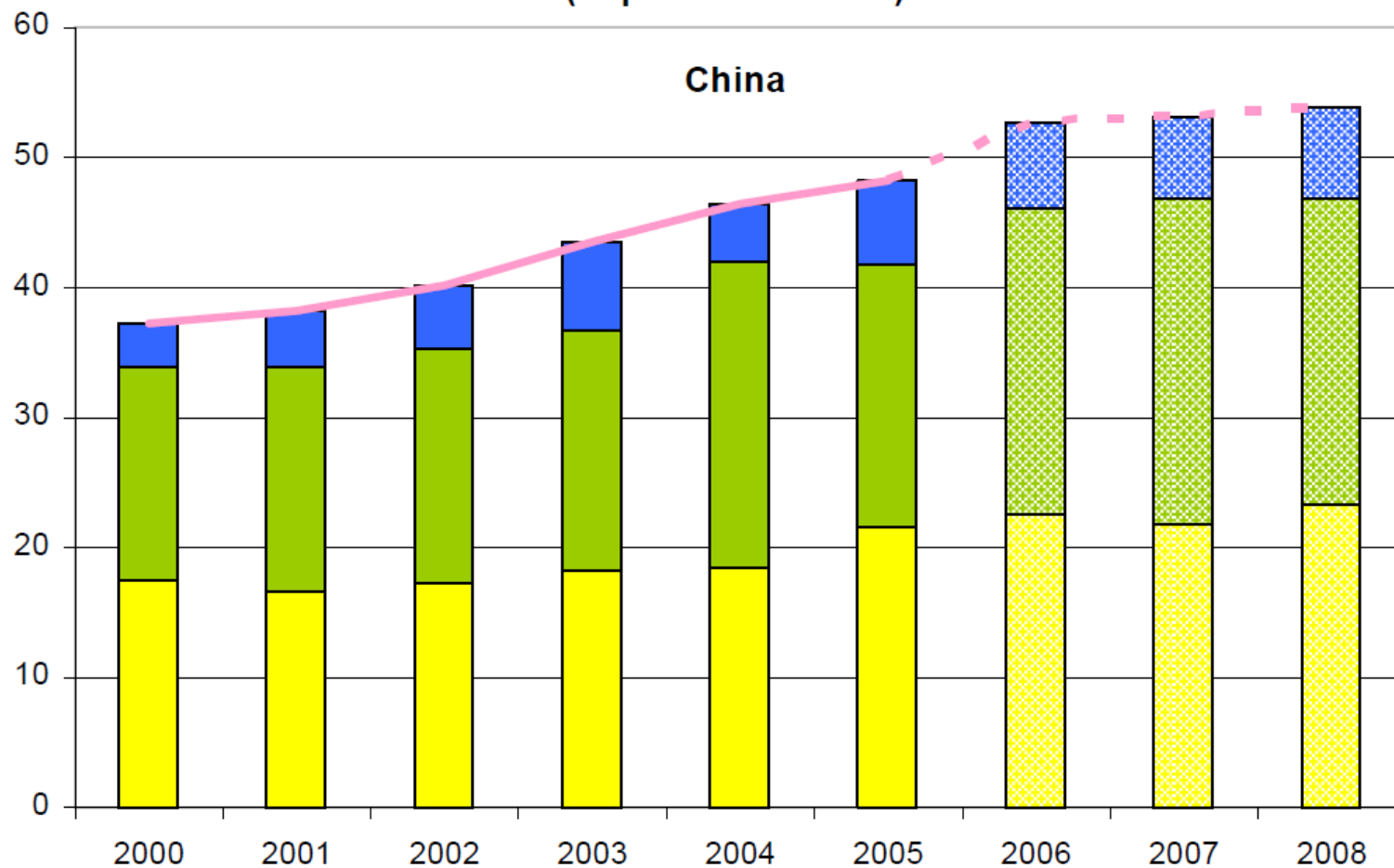


EUA: SOCIEDADE QUE POUPA POUCO

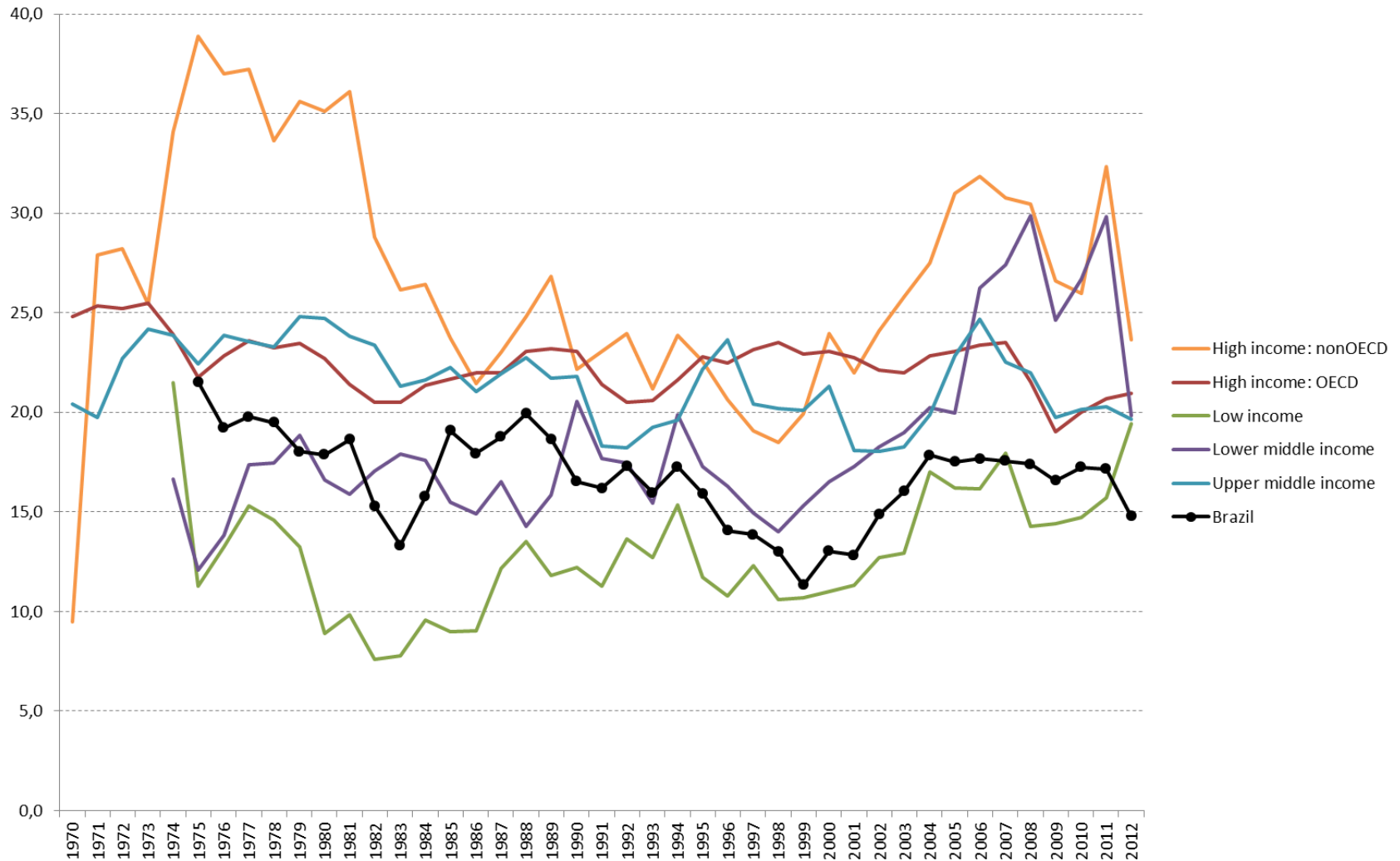


CHINA SOCIEDADE QUE POUPA MUITO

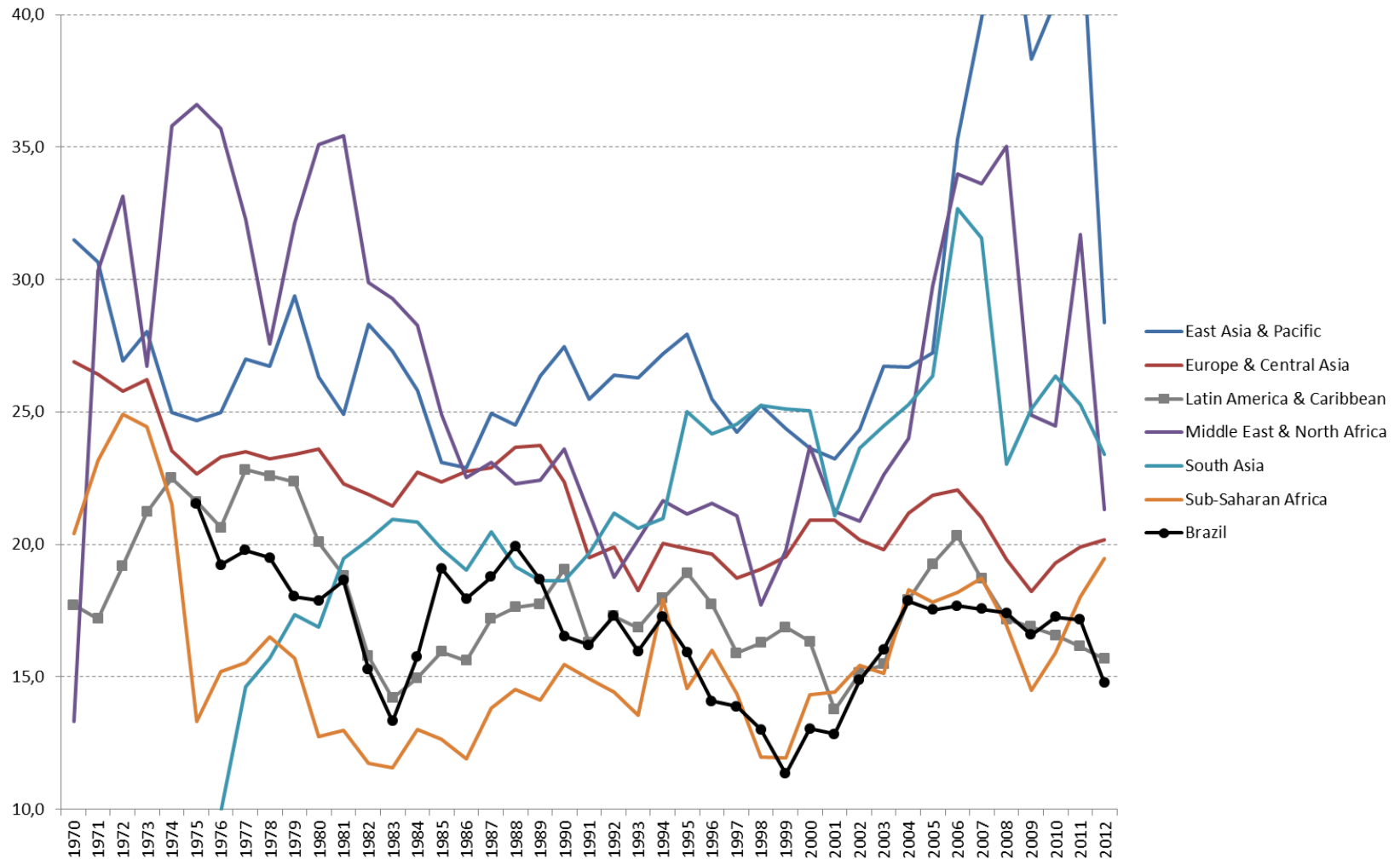
Figure 6. Composition of National Saving
(in percent of GDP)



BRASIL: SOCIEDADE QUE POUPA POUCO



BRASIL: SOCIEDADE QUE POUPA POUCO



DUAS VISÕES DA FORMAÇÃO DA POUPANÇA DOMÉSTICA

- Visão pós-keynesiana (?):
 - A poupança resulta da aceleração do crescimento
 - A causalidade ocorre do crescimento para aumento da taxa de poupança
 - Explicação: operação do princípio da demanda efetiva:
 - Melhoras no estado das expectativas mobiliza o espírito animal dos empresários
 - O setor financeiro gera a poupança financeira que carrega poder de compra aos empresários que tomam a decisão de investir
 - O aumento do investimento eleva o crescimento
 - O crescimento econômico gera a poupança que ex post financia o crescimento do investimento
 - A geração de poupança é um fenômeno essencialmente macroeconômico

DUAS VISÕES DA FORMAÇÃO DA POUPANÇA DOMÉSTICA

- Visão neoclássica:
 - A taxa de poupança de uma sociedade é essencialmente fruto dos incentivos microeconômicos:
 - Ciclo de vida
 - Incentivos implícitos nos critérios de elegibilidade ao benefício previdenciário e política de aumento do valor real do benefício
 - Hipótese de formação de hábito na decisão de poupança
 - Poupança por motivo precaução para reduzir riscos
 - Evidentemente será afetada pela existência ou não de rede de proteção social
 - Necessidade dos homens jovens adquirirem a casa própria para poderem casar: China

DUAS VISÕES DA FORMAÇÃO DA POUPANÇA DOMÉSTICA

- Visão neoclássica:
 - Relação entre crescimento e poupança
 - A visão neoclássica também prevê relação positiva entre crescimento e poupança
 - Ciclo de vida
 - Formação de hábito

TESTE EMPÍRICO: EFEITO DO CRESCIMENTO NA TAXA DE POUPANÇA

- O terceiro capítulo da publicação do FMI *World Economic Outlook* de abril apresenta exercício que estima o impacto do crescimento sobre a taxa de poupança
- O estudo mostra que há antecendência entre a taxa de crescimento do produto com relação à taxa de poupança (causalidade de Granger)
- E que a elevação da poupança dos países asiáticos pode ser atribuída, em parte ao menos, à aceleração do crescimento

TESTE EMPÍRICO: EFEITO DO CRESCIMENTO NA TAXA DE POUPANÇA

- O estudo estimou a seguinte equação:
- $TP_{it} = EF_i + \rho TP_{i,t-1} + \beta g_{it} + \epsilon_{it}$
- TP_{it} – é a taxa de poupança na i -ésima economia no t -ésimo instante
- EF_i – é a o efeito fixo da i -ésima economia
- g_{it} – é a taxa de crescimento da i -ésima economia no t -ésimo instante
- ϵ_{it} – é a taxa de poupança na i -ésima economia no t -ésimo instante

TESTE EMPÍRICO: EFEITO DO CRESCIMENTO NA TAXA DE POUPANÇA

- O estudo encontrou do FMI $\rho=0,76$ e $\beta=0,2$
 $\alpha 0,3$
- Refizemos o exercício de FMI para uma amostra bem maior, 188 países ante 45 do estudo do FMI, e o efeito do crescimento não parece ser robusto
- No entanto, quando no concentramos em uma amostra menor obtivemos resultados bem próximos

TESTE EMPÍRICO: EFEITO DO CRESCIMENTO NA TAXA DE POUPANÇA

FE (within)	regressor			Number of obs = 1219		
Group variable: pais				Number of groups = 30		

Poupança	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
-----+						
Poupança(-1)	0,82	0,02	47,94	0,00	0,78	0,85
Crescimento	0,21	0,02	11,88	0,00	0,18	0,25
Constante	3,54	0,29	12,22	0,00	2,97	4,11
-----+						

TESTE EMPÍRICO: EFEITO DO CRESCIMENTO NA TAXA DE POUPANÇA

- O estudo não explora o impacto de diferenças do efeito fixo sobre a taxa de poupança no longo prazo:

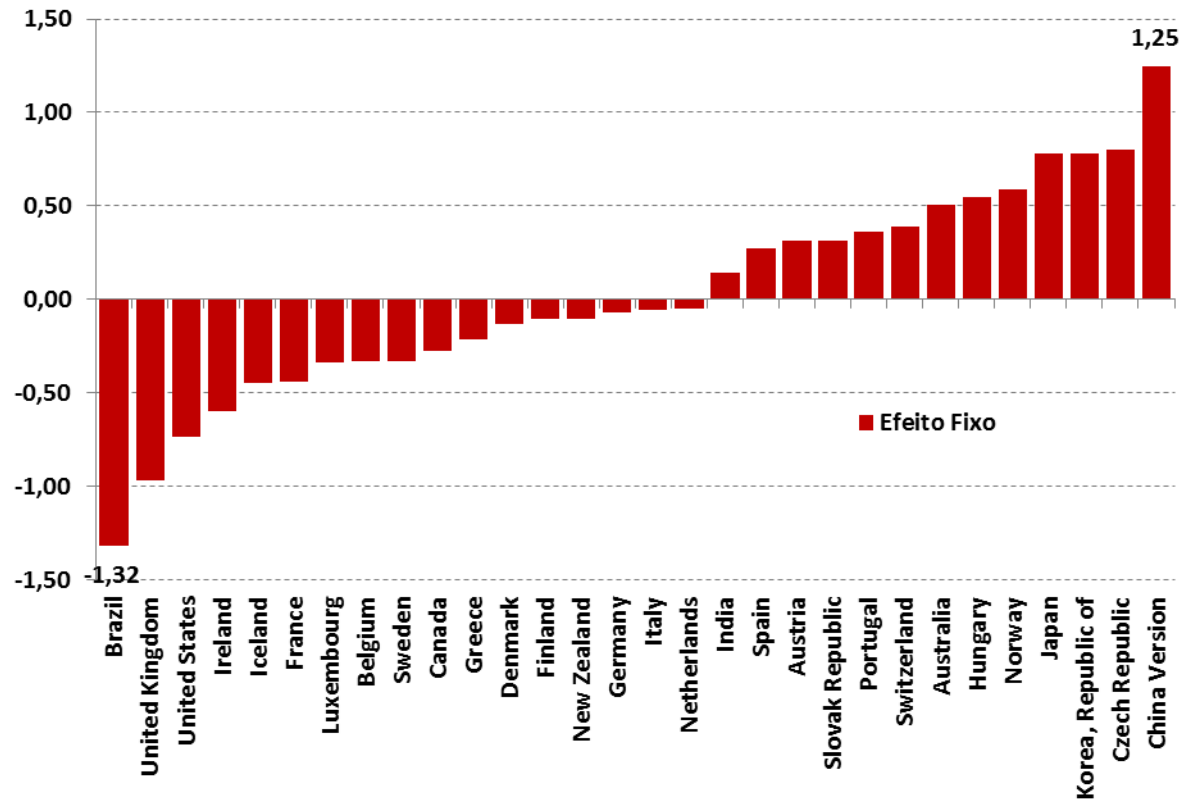
- $TP_{it} = EF_i + \rho TP_{i,t-1} + \beta g_{it} + \epsilon_{it}$

- Logo, longo prazo:

- $TP_i = EF_i - \beta g_i / 1 - \rho$

TESTE EMPÍRICO: EFEITO DO CRESCIMENTO NA TAXA DE POUPANÇA

Efeito fixo da regressão de painel para os diversos países: diferença estática entre Brasil e China de 2,57 p.p. do PIB, o que pode significar diferença no longo prazo de 8 a 14 p.p. do PIB



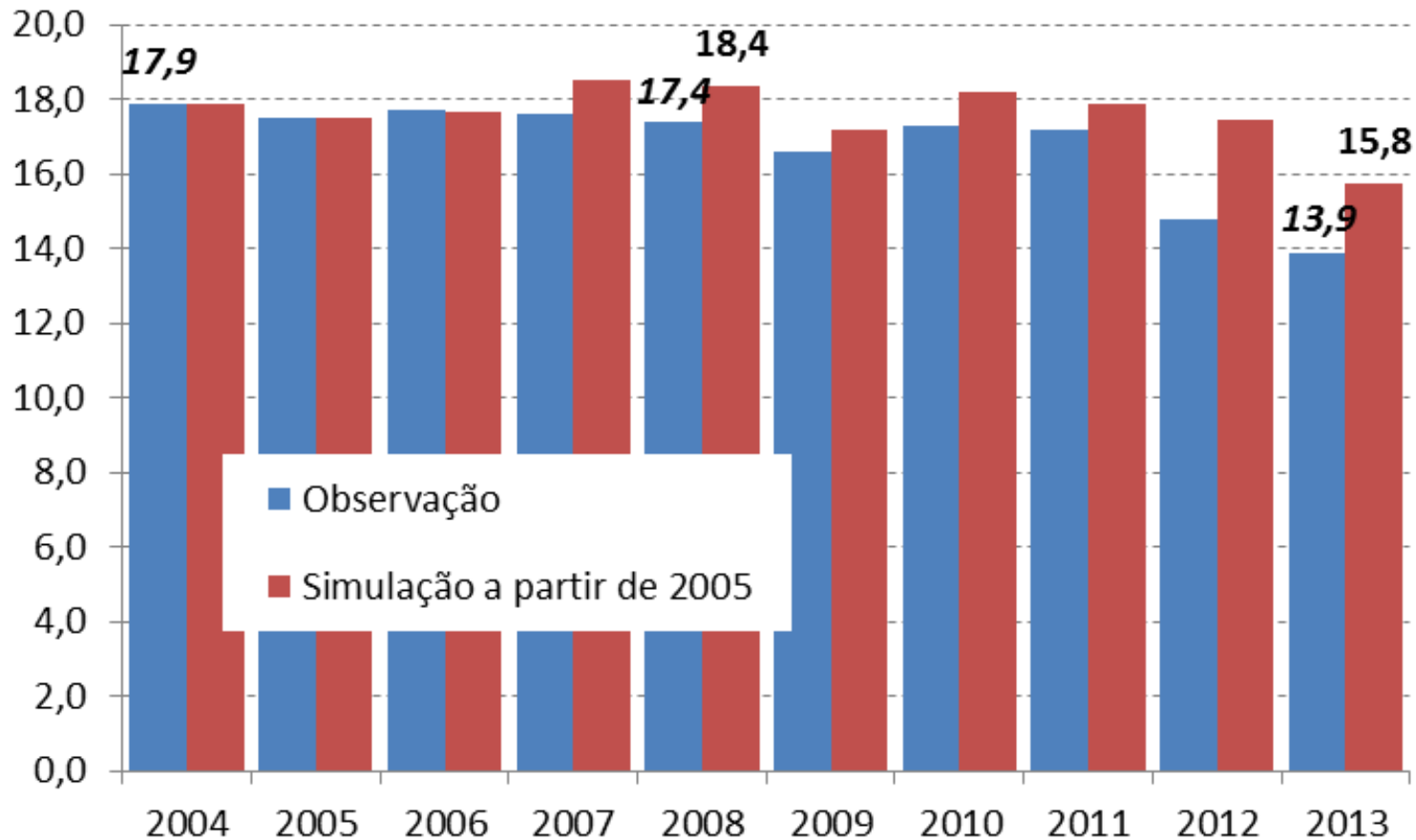
TESTE EMPÍRICO: EFEITO DO CRESCIMENTO NA TAXA DE POUPANÇA

- Mas a diferença dos efeitos fixos não é toda a história
- Não é verdade que o efeito fixo captaria a diferença das instituições sobre a taxa de poupança, a visão neoclássica, e a resposta da poupança ao crescimento, a visão pós keynesiana
- Como vimos as instituições podem afetar a forma como ocorre esta associação
 - Exemplo: teorias do ciclo de vida, formação de hábito
 - Política do salário mínimo e aumento dos benefícios previdenciários na velocidade do crescimento da produtividade
- Se este for o caso deve haver heterogeneidade na forma como a poupança responde ao crescimento, isto é, o regressor β será específico a cada economia, isto é, $\beta \downarrow i$
- Tema para pesquisa futura

TESTE EMPÍRICO: EFEITO DO CRESCIMENTO NA TAXA DE POUPANÇA

- No entanto fizemos um exercício simples de simulação de qual seria a resposta da poupança que resulta de nossa estimativa para o período recente de crescimento
- Resultado: a poupança teria crescido um pouco mais do que cresceu e teria, em seguida com a desaceleração recente da economia, reduzido menos do que reduziu-se

TESTE EMPÍRICO: EFEITO DO CRESCIMENTO NA TAXA DE POUPANÇA



POR QUE NOSSO EFEITO FIXO É BAIXO E POR QUE A RESPOSTA DA POUPANÇA NO BRASIL AO CRESCIMENTO É MENOR?

- Contrato social da redemocratização
- Na constituição de 1988 a sociedade acordou construir um sistema de seguro social muito abrangente no padrão europeu continental
- Há um efeito direto do seguro na redução da poupança, o que explica o baixo valor para nosso efeito fixo
 - Note que sempre fomos país de baixa poupança, mas esta deveria ter aumentado muito dos anos 70 para hoje em função do bônus demográfico e, de fato ocorreu o oposto
- Por outro lado, nosso pacto social requer que os ganhos advindos do crescimento econômico sejam compartilhados com todos
 - O exemplo mais claro deste desejo é a indexação do salário mínimo e do piso dos benefícios previdenciários ao crescimento econômico
 - Resulta na baixa resposta da poupança aos surtos de crescimento econômico
 - Ou seja, o crescimento do investimento que ocorre nestes surtos precisa ser majoritariamente financiado por meio de poupança externa estabelecendo limites à própria continuidade do crescimento

CONTRATO SOCIAL DA REDEMOCRATIZAÇÃO

Tabela de Mansueto Almeida

Despesas Primárias do Governo Central | Em % do PIB

	Pessoal	INSS	Subsídios ²	Custeio Administrativo ³	Custeio Saúde e Educação	Custeio Gastos Sociais	Investimentos ⁴	Total
1999	4,47	5,50	0,24	1,43	1,75	0,59	0,50	14,49
2000	4,57	5,58	0,31	1,27	1,76	0,59	0,66	14,73
2001	4,80	5,78	0,35	0,73	1,82	0,90	1,17	15,57
2002	4,81	5,96	0,16	1,05	1,83	0,96	0,95	15,72
2003	4,46	6,30	0,36	0,91	1,71	1,00	0,40	15,14
2004	4,31	6,48	0,29	0,98	1,71	1,21	0,62	15,59
2005	4,30	6,80	0,48	1,10	1,78	1,29	0,64	16,38
2006	4,45	6,99	0,40	1,14	1,70	1,56	0,72	16,96
2007	4,37	6,96	0,38	1,18	1,78	1,63	0,82	17,12
2008	4,31	6,58	0,20	1,01	1,75	1,64	0,93	16,42
2009	4,68	6,94	0,21	1,05	1,89	1,89	1,00	17,66
2010¹	4,42	6,76	0,25	1,07	1,96	1,84	1,15	17,44
2011	4,33	6,79	0,44	0,88	2,03	1,92	1,09	17,48
2012	4,24	7,21	0,55	0,86	2,22	2,15	1,10	18,33
2013	4,22	7,43	0,86	0,99	2,24	2,27	1,02	19,02
2014⁵	4,24	7,06	1,09	1,18	2,26	2,15	1,21	19,19
02 X 99	0,34	0,46	-0,08	-0,38	0,08	0,37	0,45	1,23
06 X 03	-0,01	0,69	0,05	0,24	-0,02	0,56	0,32	1,83
10 X 07	0,04	-0,20	-0,12	-0,11	0,18	0,21	0,32	0,32
13 X 11	-0,09	0,27	0,65	0,30	0,23	0,22	0,12	1,71
13 X 99	-0,23	1,57	0,84	-0,25	0,51	1,56	0,71	4,70

POR QUE NOSSO EFEITO FIXO É BAIXO E POR QUE A RESPOSTA DA POUPANÇA NO BRASIL AO CRESCIMENTO É MENOR?

- O ciclo de crescimento financiado por meio de poupança externa além do limite natural que resulta da dificuldade de financiar déficits crescentes de conta corrente, tem o efeito colateral de gerar valorização do câmbio real
- Isto é, um ciclo de crescimento em que a poupança doméstica responde pouco à aceleração do crescimento é um ciclo de crescimento que conviverá com valorização crescente da taxa de câmbio
- O limite à continuidade do ciclo de crescimento em função da valorização do câmbio pode ser atingido mesmo se o resto do mundo estiver disposto a continuar a nos financiar

CONCLUSÃO 1

- O fato da taxa de poupança ser causada no sentido de Granger pela aceleração do crescimento não significa que não haja uma relação entre a estrutura de incentivos e a taxa de poupança macroeconômica
- O fato do princípio da demanda efetiva de Keynes, isto é, a antecedência do investimento com relação à poupança ser um elemento básico de qualquer modelo macro, inclusive os famosos DSGE, não significa que a poupança macroeconômica não seja determinada pelos incentivos microeconômicos
- A estrutura de incentivos microeconômicos determinará a forma como a poupança macro será gerada, ou, dito de outra forma, a maneira pela qual o princípio da demanda efetiva será solucionado, isto é, se por meio de:
 - Inflação
 - Aumento do déficit externo
 - Ou por meio de elevação da poupança doméstica de forma não inflacionária

CONCLUSÃO 2

- A política do salário mínimo é um elemento importante, mas não o único, de um amplo modelo de bem estar social que criamos que tem como consequência limitar os ciclos de crescimento do país
 - A poupança é baixa
 - A poupança responde pouco aos ciclos de aceleração do crescimento
- Penso que temos que pensar em formas de aumentar o investimento com o emprego de poupança externa de maneira mais indolor possível