



Formação da Renda e Poupança versus Formação do *funding*

Fernando Nogueira da Costa
Professor do IE-UNICAMP

<http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/>

Modelo dos Três Hiatos

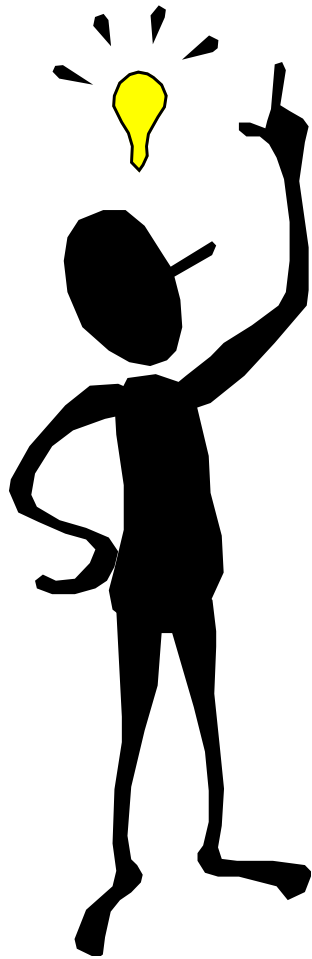
- $Y = (C + I) + (XS - MS) + (G - T)$,
onde:
- $Y = \text{PIB}$;
- $(C + I) =$ demanda efetiva privada;
- $(XS - MS) =$ saldo de transações correntes;
- $(G - T) =$ déficit público.



Modelo dos Três Hiatos

- $I = (Y - C) + (MS - XS) + (T - G)$, onde:
- $I =$ investimento;
- $(Y - C) =$ poupança interna
(lucros retidos e/ou sobra de renda aplicada);
- $(MS - XS) =$ poupança externa
(transferências financeiras do exterior);
- $(T - G) =$ poupança governamental
(superávit fiscal).

Modelo dos Três Hiatos



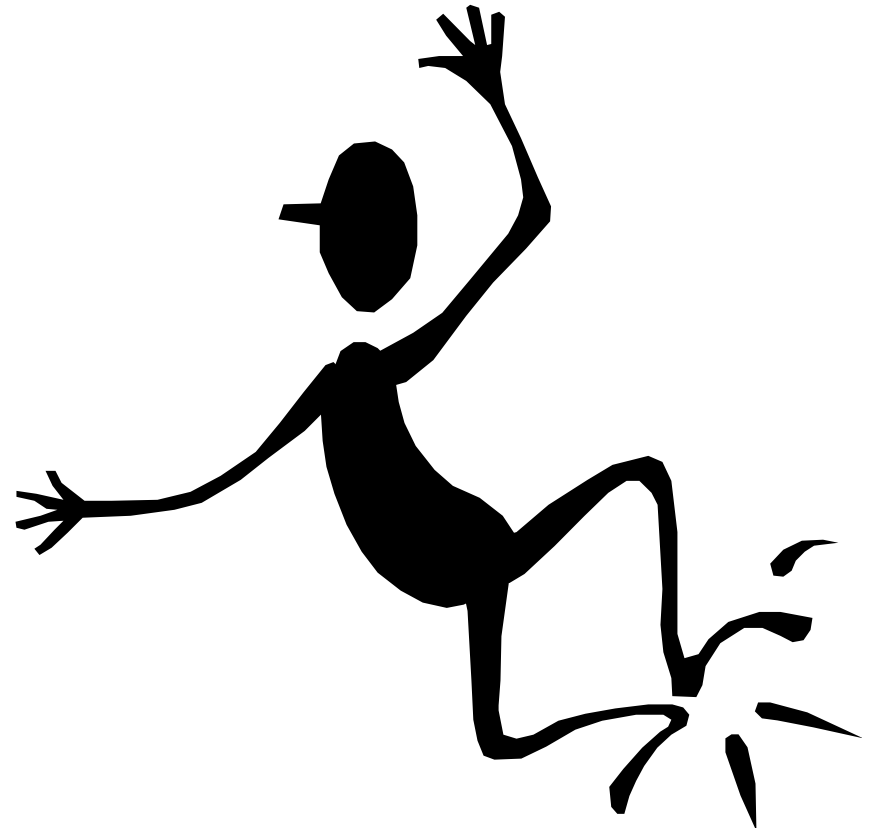
- **recursos escassos** que limitam o crescimento do investimento:
 1. *a escassez de poupança;*
 2. *o teto de divisas;*
 3. *a restrição fiscal.*

Crítica ao conceito de poupança

- $Y = (C + I)$ e $(Y - C) = S \Rightarrow S = I$
- **visão estática e inversão lógica: $S \Rightarrow I$**
 \Rightarrow falácia da composição: ignora o paradoxo da parcimônia : $> S$ individual
 $\Rightarrow < C \Rightarrow < Y \Rightarrow < S$ agregada
- **Leitura da síntese neoclássico-keynesiana:**
 $< S_{t-1} = f(> C_{t-1}) \Rightarrow < I_t \Rightarrow < Y_t$ e $< N_t$
 \Rightarrow escassez da poupança = $f(\text{excesso de consumo})$

Crítica ao conceito de poupança

- **Visão dinâmica macroeconômica:**
 - > $C_t \Rightarrow > Y / K \Rightarrow$
 - > $I_{t+1} \Rightarrow > Y_{t+2} \Rightarrow$
 - > S_{t+2}
- **demanda aquecida**
 \Rightarrow geração de *recursos para pagar financiamento.*



Conceitos de poupança: mistura de fluxos e estoques

- **poupança externa** = *déficit* do balanço de pagamentos em transações correntes;
- **poupança interna real** = *fluxo de renda* utilizado no gasto em bens e serviços associado ao investimento;
- **poupança interna financeira** = *saldo de aplicações* das sobras líquidas de recursos em ativos financeiros.

Crítica ao conceito de poupança externa

- Definida como diferença entre *renda e absorção*:
BTC = RN - A, onde: **RN = C + S + T** e
A = C + I + G = gastos totais no país
=> BTC = (S - I) + (T - G)
=> se BTC < 0 => (I > S) e/ou (G > T)
- **Interpretação ortodoxa déficit na conta corrente:**
=> a nação *gasta* (absorve) mais do que *gera* =>
está *desacumulando* ativos líquidos internacionais =>
devedora líquida do resto do mundo.

abordagem por absorção do balanço de pagamentos

- O *excesso de gastos* (ou *insuficiência de poupança*), correspondente a esse *déficit externo*, dependeria então de **escolhas privadas e/ou governamentais**.
- Na realidade, **variáveis exógenas**, tais como os *preços básicos fixados discricionariamente*, por exemplo, a *taxa de juros* e a *taxa de câmbio*, explicam mais o *déficit público* (“**despoupança do governo**”) e o *déficit na conta corrente* (“**poupança externa**”) do que qualquer abordagem pelo *excesso de gastos não-financeiros internos*, privados ou públicos.

Crítica ao cálculo da composição da poupança agregada

- **S = I = FBCF** (*ex-post*): obtendo por *proxy* a “**poupança total**”, subtrai-se o que é possível *apurar diretamente*: a “**poupança externa**” (MS - XS) e a “**poupança do governo**” (T - G).
- “**poupança privada**” = *resíduo contábil*: obtida *indiretamente*, pois não há levantamento estatístico anual (POF) do “*consumo agregado*”, para subtraí-lo da *renda* gerada no período, e *obter diretamente* o valor dessa poupança.

Taxas médias de poupança

Em% do PIB

Ano	Governo (Sg)	Privada (Sp)	Externa (Se)	Total
1970-1974	5,86	12,64	3,36	21,86
1975-1979	3,48	16,36	3,52	23,36
1995-1998	-2,47	16,53	3,32	17,38
1999-2002	1,60	11,95	3,66	17,21
2003-2006	-1,01	18,35	-0,88	16,47

Fonte: dados de 1960 a 1980 de Krieckhaus (2002). Entre 1995 e 2006, os dados foram calculados pelos autores a partir das contas nacionais divulgadas pelo IBGE

Cálculo da Poupança *Ex-post*

TABELA 01 - Poupança dos Setores Privado e Público – em % do PIB

Período	Investim. Total	Poup. Externa	Poupança bruta doméstica		
			Total	Adm. Pública	Privada
			(3)= (1) - (2)	(4)	(5)= (3) - (4)
(1)	(2)	(3)= (1) - (2)	(4)	(5)= (3) - (4)	
1980_1989	22,54%	2,06%	20,48%	0,47%	20,01%
1990_1999	18,50%	1,78%	16,72%	-2,13%	18,85%
2000_2009	17,52%	1,09%	16,43%	-2,75%	19,18%
2010_2011	19,98%	2,61%	17,38%	-1,58%	18,95%
2012 3o trim.	18,16%	2,57%	15,60%	-1,49%	17,08%

Dado o **investimento** e/ou a **poupança total**, elevando-se o **déficit no balanço de transações correntes** (em razão de 1. *câmbio* apreciado, 2. *déficit do balanço comercial*, devido aos termos de troca (preços das *commodities*) e queda da *demanda externa*, 3. crescimento de *viagens internacionais*, 4. despesas com *fretes*, 5. remessas de *lucros e dividendos*, 6. pagamento de *juros internacionais*, etc.), vai se verificar queda da “**poupança interna**”.

Fonte: CEMEC-IBMEC

Sendo o **déficit público** a outra informação disponível, alcança-se por diferença a “**poupança privada**”. Ela é um resíduo contábil que não foi objeto de decisões.

Poupança real agregada

- A **poupança real agregada** não é nem a simples *soma de poupanças individuais*, nem corresponde ao *saldo líquido das aplicações financeiras*.
- Em termos dos *agregados macroeconômicos*, o **gasto em investimento** resulta *ex-post* em **poupança** equivalente por definição => **resíduo contábil não objeto de decisões** = f(não se decide a *não gastar*, mas sim a *aplicar*: o poder de compra *não destinado ao gasto* é aplicado inclusive em *estoque de ativos monetários*).

Lógica da escolha individual

- Se não se decide a **gastar** a partir do *fluxo da renda gerada (ex-post)*, tampouco se decide **não gastar** a partir desse *fluxo de renda não recebida*, mas sim a partir do próprio *estoque líquido de riqueza e/ou do crédito comprometido*.
- A **lógica da escolha individual é diferente** da **lógica do comportamento agregado resultante**.

Conceito inadequado de “poupança financeira”

- *saldo de aplicação bruta* (e não *líquida*, isto é, descontando-se *saldo de endividamento*);
- *funding para financiar consumo e especulação*, e não só investimento;
- *dupla contagem*: dívida *primária* + dívida *secundária* (ativos derivativos);
- *indexação* dos ativos financeiros;
- *depósitos à vista*: renda *recebida* (faturamento) \neq renda *não consumida*.

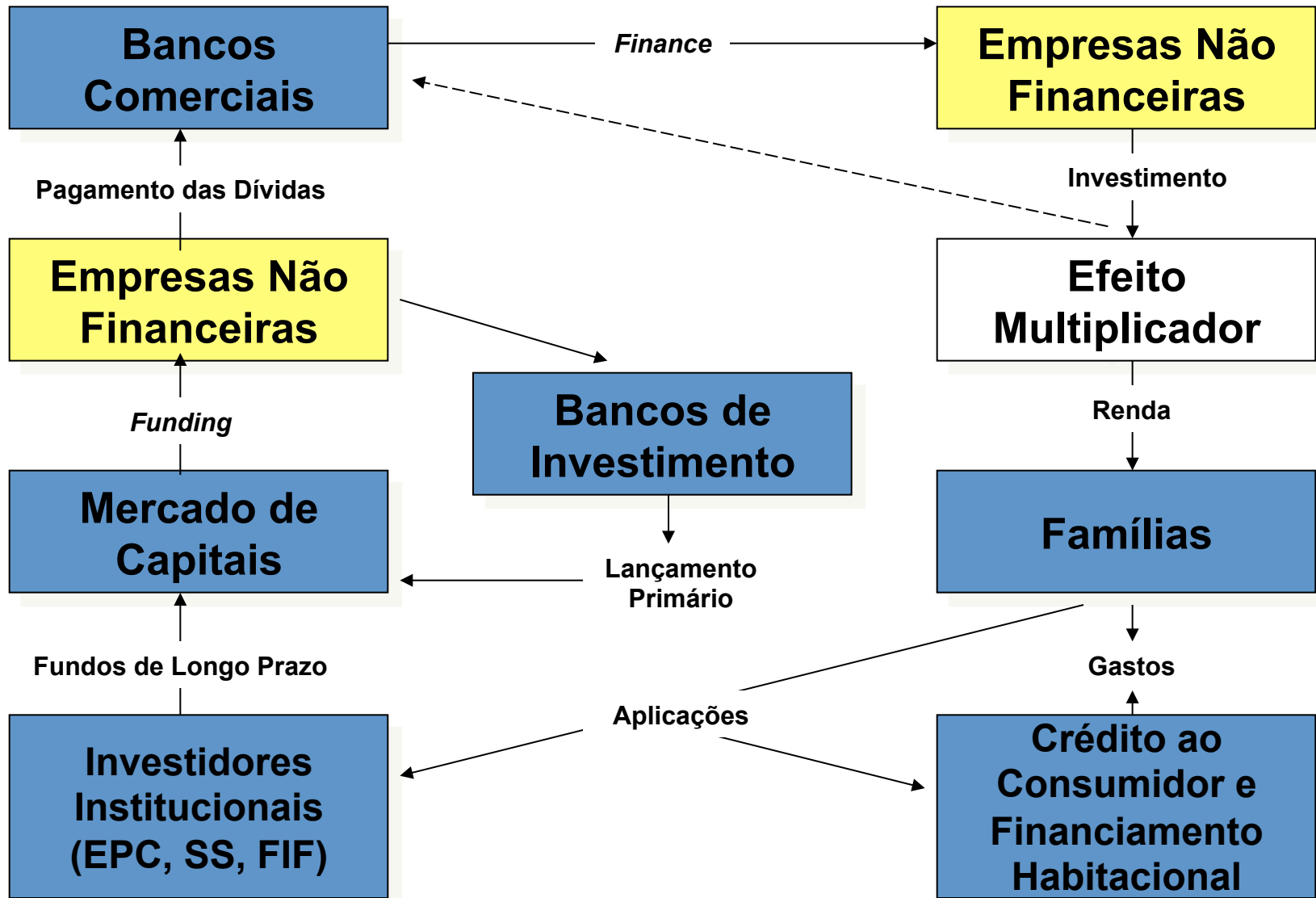
Poupança: Micro vs. Macro

- **poupança individual:**
saldo não gasto
da renda recebida.
- Conceito de *estoque* e não de *fluxo* como é o conceito macro.
- **poupança macroeconômica:**
diferença ex-post
entre fluxo de renda e fluxo de gastos agregados em bens de consumo.

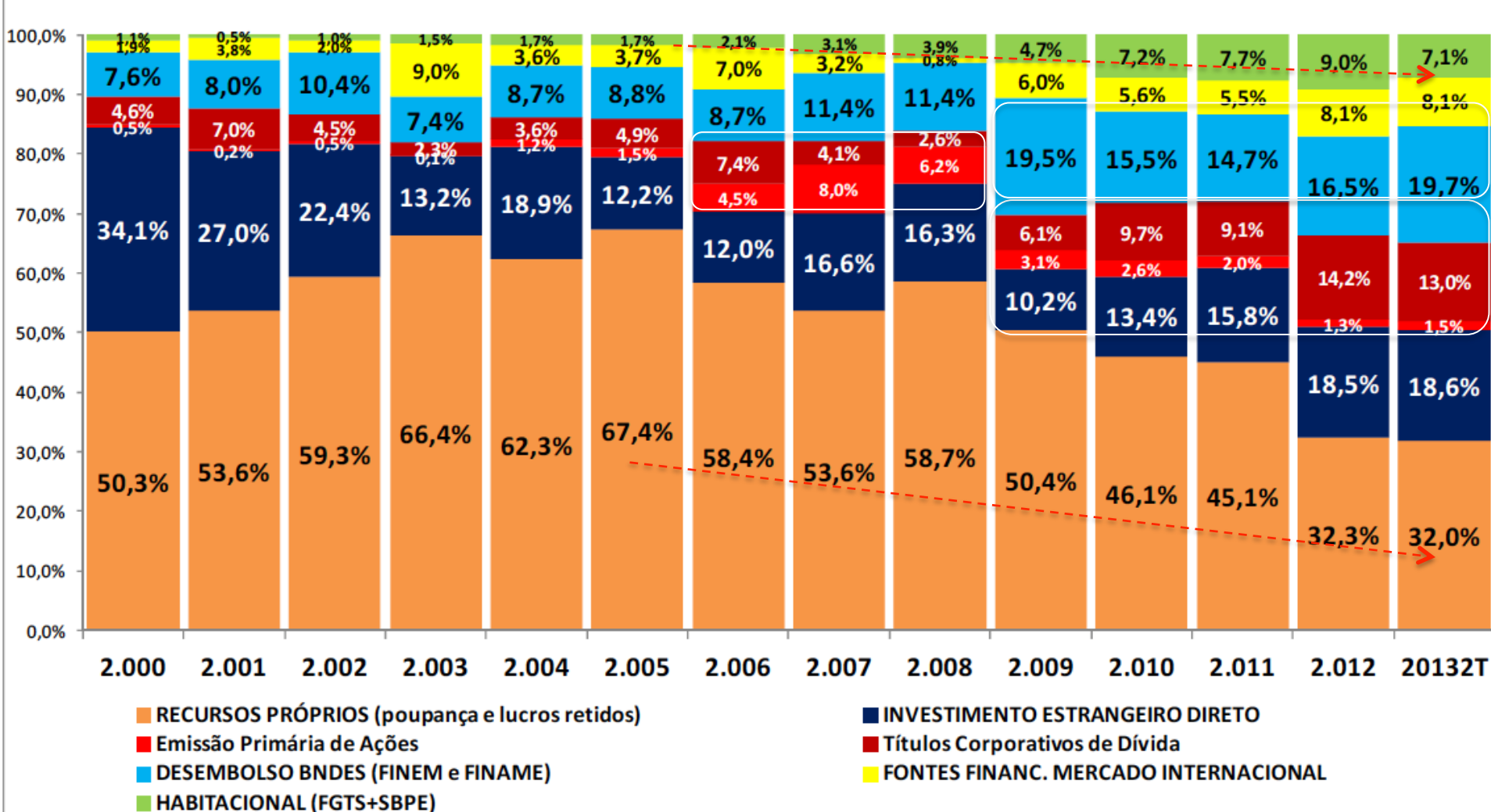
Dispensável também o conceito de poupança microeconômica

- Se capitalistas **não podem decidir** *o que lucram*, também **não podem decidir** (*ex-ante*) *o que podem "poupar"* (reter dos lucros).
- **Só podem decidir** (*ex-ante*) *o que investem* com **capital próprio** (isto é, *lucros retidos aplicados em portfólio*) e/ou com **capital de terceiros** (*empréstimos*).
- **Gasto** = f(*estoque líquido de riqueza; crédito*)

circuito de financiamento



Padrão de Financiamento dos Investimentos de Empresas e Famílias 2000 a acumulado de 4 Trimestres terminados em 2013_2T - em % do Total



Fonte: CEMEC – Instituto IBMEC

Financiamento dos Investimentos das Empresas (% do Total)

