

INT-1444

Versão Preliminar
LC/BRS/NT.040
Maio 1996
Original: Português

CEPAL
COMISSÃO ECONÔMICA PARA A AMÉRICA LATINA E O CARIBE
Escritório no Brasil

**POLÍTICA ECONÔMICA NO BRASIL: CONSIDERAÇÕES
SOBRE UMA ESTRATÉGIA MACROECONÔMICA EM FAVOR
DA CONSOLIDAÇÃO DA ESTABILIDADE**



Documento preparado por Eduardo Felipe Ohana, Oficial de Assuntos Econômicos do Escritório da CEPAL no Brasil. As opiniões aqui expressas são pessoais do autor, e podem não coincidir com as da Instituição.

POLÍTICA ECONÔMICA NO BRASIL: CONSIDERAÇÕES SOBRE UMA ESTRATÉGIA MACROECONÔMICA EM FAVOR DA CONSOLIDAÇÃO DA ESTABILIDADE.

(Versão preliminar)

E. Felipe Ohana*
CEPAL-Brasília
Abril de 1996

Apresentação

Esta nota discute uma opção de estratégia para a política econômica do país a partir da hipótese de que o país tenha entrado em um novo regime de baixa inflação. Argumenta-se que, superada a primeira etapa da estabilização, a coordenação da política macroeconômica deve trocar o sentido de supremacia existente entre seus instrumentos, como a prevalência das políticas cambial e de crédito ditadas pela óbvia necessidade de se reduzir a inflação, por um conjunto equilibrado de ações que reestruture a capacidade nacional tanto de poupar como de investir.

A inexistência de políticas de poupança e investimento faz com que a defesa da estabilidade inflacionária resulte em uma elevada variância da taxa de crescimento do produto nacional, com todos os problemas daí decorrentes.

Esta nota está dividida em três partes. A primeira analisa resumidamente como os economistas têm tratado as questões da poupança e do investimento. Em seguida, são apresentados dados macroeconômicos da Bolívia, Austrália e Brasil para ilustrar os limites e a importância daquelas políticas. Na terceira parte, são apresentadas algumas sugestões de política econômica voltadas à recuperação da poupança e ao estímulo dos investimentos, bem como um exercício paramétrico que procura estimar os custos fiscais de um programa de incentivo ao crescimento.

Parte I - Algumas lições teóricas

Poupança: O tratamento dado pela teoria e o problema do *policymaker*.

A maioria dos estudos analíticos sobre a função consumo convergem sobre alguns resultados. Dentre os mais importantes, cabe citar o efeito parcial da equivalência Ricardiana (não há uma relação negativa um para um entre as poupanças privada e pública), a importância da estrutura etária da população (populações velhas poupam menos), a relação positiva entre poupança e taxa de crescimento do produto e o efeito negativo da expansão do crédito. Entre resultados mais disputados estão o efeito da taxa real de juros, da previdência social e da poupança externa.

* Agradeço os comentários de Renato Baumann e Carlos Mussi. As eventuais inconsistências são exclusivamente de minha responsabilidade.

O problema inicial para o *policymaker* está em que os fatores que condicionam a poupança podem estar fora do alcance da política econômica. O conhecimento dos fatores que determinam a poupança não representa, necessariamente, uma solução para as autoridades econômicas, como, por exemplo, a estrutura etária ou a taxa de juros.

É seguro afirmar que os economistas não controlam qualquer síntese de medidas que promovam satisfatoriamente a elevação da poupança nacional, vale dizer, sem provocar distorções, tanto no âmbito político, quanto no econômico. Por exemplo, há algumas evidências sobre o efeito substituição entre a poupança privada motivada pela necessidade de pecúlio e a previdência social (Feldstein 1974). Feldstein estimou que a existência de um seguro social reduziria a poupança privada em cerca de 50% nos EUA. Este resultado deu origem a uma série de estudos a respeito dos danos causados à poupança privada pela previdência social. A discussão originou propostas de privatização da previdência que, na maioria dos países, encontra resistência política ao que se denomina “abandono dos idosos”. No Brasil, considerada a distribuição da renda, dificilmente se pode conceber a preferência pelo apoio aos idosos sem alguma transferência do Estado. A questão da previdência, nestas circunstâncias, pode ser discutida sob a perspectiva da magnitude das transferências, dificilmente a partir da eliminação dessa instituição social.

Na prática de governo, o *policymaker* precisa conhecer os condicionantes da poupança, identificar as variáveis-instrumento, evitar grandes distorções e propor medidas consistentes com as restrições políticas. A inobservância destas quatro condições, dentro de um regime democrático, torna a política de poupança ineficaz. O maior problema, portanto, consiste em como operacionalizar medidas na interseção destas condições.

Algumas propostas para a poupança privada

A opinião de economistas para a estratégia de uma política nacional de poupança tem convergido para o fortalecimento da poupança pública, embora sem desprezar algumas iniciativas para o setor privado. Estudo da CEPAL (1996) propõe, para o setor privado, medidas de incentivo a previdência complementar particular e à retenção de lucros nas empresas. Outro ramo de sugestões tem sido a tributação, relativamente maior, dos bens de consumo.

As estratégias de estímulo aos fundos de investimento de longo prazo e à retenção de lucro nas empresas são analisadas na parte III, abaixo.

A ênfase à tributação do consumo propõe simplesmente aumentar a poupança à custa do consumo. Genericamente, sugere-se maior carga tributária sobre os bens de consumo não essenciais, por exemplo aqueles ligados ao lazer. Um dos argumentos contrários a esta proposta refere-se ao possível *downtrade* nas transações, quando se trocariam, por exemplo, viagens aéreas por rodoviárias, sem alterar a taxa de consumo, com impactos significativos na alocação de recursos. Estudos econométricos tendem a rejeitar a proposta de tributação do consumo sinalizando que o coeficiente da taxa real de retorno da poupança não é significativo na função consumo. O problema desta conclusão pode estar na forma de medição da variável. O aumento na taxa de retorno deve ser tratado como permanente e,

para tanto, ajustado pela redução do valor presente do fluxo futuro das rendas do trabalho. Summers (1984) defende esta posição, demonstrando que a taxa real de retorno é positiva e significativa para a formação da poupança privada .

A poupança pública e alguns principais problemas

As incertezas e os efeitos colaterais das medidas de estímulo à poupança privada fazem com que o consenso profissional a respeito de uma política de poupança esteja voltado para a formação da poupança do setor público. Os instrumentos para a redução da dívida pública enfrentam três tipos básicos de problemas.

O primeiro problema refere-se à tributação que, por sua vez, apresenta três dificuldades. Primeiramente, elevar impostos para aumentar a poupança pública implica excesso de carga tributária. Todo tipo de imposto envolve alguma forma de distorção, impondo custos ao setor privado superiores à renda coletada, reduzindo a eficiência econômica. Em segundo lugar, uma carga tributária ampliada representa maior estatização da economia, o que nem sempre é um objetivo da política econômica. Em terceiro, experiências em diversos países apontam que os procedimentos orçamentários utilizam as ampliações de arrecadação para elevar as despesas, sendo muito difícil, politicamente, vincular a receita adicional à amortização de dívida pública. Em países como o Brasil, onde há flagrante escassez de recursos para as diversas áreas de infraestrutura e social, o efeito despesa ligado ao aumento de arrecadação fiscal é, virtualmente, certo.

O segundo problema está ligado à administração das despesas. A proposta política de um Estado atuante e provedor de um amplo conjunto de benefícios sociais provoca a substituição dos critérios de prioridade técnica por aqueles definidos politicamente. Não haveria problema com esta substituição se, pelo menos, regras de consistência fossem seguidas. Por exemplo, a elevada prioridade para a área de saúde em países carentes desses serviços não permite que se imponha um teto para as despesas do setor, sem um forte e desestabilizante atrito político. Se as prioridades fossem técnicas, o que se demonstra impraticável, a política de poupança forçaria o anúncio prévio das funções do Estado em cada segmento de sua atuação e a sociedade planejaría atender, complementarmente, os serviços excluídos. Como o conceito de prioridade em política abrange o total das necessidades, ou seja, não consegue fazer exclusões, as alocações setoriais são todas *ex-post*, fazendo com que a acomodação das despesas às disponibilidades fiscais converta-se em desatendimento social. Isto gera um ciclo vicioso que opera contra a política de crescimento, pois se forma a expectativa de oferta dos serviços, impedindo que se abram oportunidades para que o setor privado atue complementarmente. O resultado é uma sociedade desatendida. A carência absoluta dos serviços considerados prioritários conduz a política de poupança a ajustar gastos nos segmentos de menor resistência. Em geral, nos investimentos públicos. Outro exemplo muito relevante tem sido a preferência pelo emprego, transformando, historicamente, o setor público em absorvedor de mão-de-obra excedente. Esta preferência requer, para fins de adequação orçamentária, salários reais baixos. Mas como este *trade-off* não é politicamente explicitável, o setor público acaba por alocar, nesta atividade, um volume de recursos incompatível com a disponibilidade para as demais prioridades. O máximo que a política de poupança tem conseguido são flutuações cíclicas da participação dos gastos com pessoal no PIB, caracterizando a não solução.

O terceiro problema consiste no destino da poupança pública ampliada, tratado a seguir.

Os efeitos da elevação da poupança doméstica

Considerada a parcialidade do efeito Barro-Ricardiano (a poupança pública não é inteiramente compensada pela redução da poupança privada), a austeridade fiscal implica o incremento da poupança nacional. O julgamento de qualquer política neste sentido depende da alocação dos recursos de poupança gerados adicionalmente.

Considere-se o caso de um estado relativamente pobre da federação cuja população resolvesse reduzir o próprio consumo. Tudo mais constante, a probabilidade deste recurso ser investido na formação de capital deste estado é dada pela participação de seu estoque de bens de investimento no estoque nacional desses bens. Isto se dá em função da perfeita mobilidade do capital, através do sistema financeiro nacional. Por exemplo, a expectativa matemática de que a elevação da poupança privada, no estado do Piauí, seja investida no neste estado é dada pela relação entre os estoques de capital do estado e do país. Desta forma, os benefícios diretos da poupança para o Piauí (produção de riqueza e difusão de tecnologia) seriam reduzidos, em decorrência da mobilidade do capital.

A inevitável globalização da economia brasileira impõe maior integração internacional do mercado nacional de capitais. Neste cenário, a elevação da poupança nacional induz a redução do investimento externo (entendido como o saldo em transações correntes do balanço de pagamentos). O mecanismo pelo qual este processo se desenvolve é simples. A poupança nacional aumentada reduz o retorno sobre os ativos nacionais, tornando-os menos atrativos para os estrangeiros, reduzindo a demanda por Reais. Como a identidade do balanço de pagamentos estipula que a soma do saldo em transações correntes e da conta de capitais seja nula, a queda no influxo (ou aumento nas remessas) de capitais desvaloriza o Real, estimula as exportações e reduz as importações.

Desta forma, a mobilidade de capitais, tudo mais constante, faz com que a elevação da poupança nacional se traduza em maior competitividade nacional e na exportação de recursos reais. Tal como no caso do estado pobre, esta não parece ser uma estratégia desejável para um país carente de capital e de tecnologia e repleto de recursos naturais e mão-de-obra. Tentar dificultar a mobilidade dos capitais com normas cambiais pode afetar a alocação internacional dos investimentos produtivos, contra o país.

Uma vez sedimentada a estabilidade inflacionária, é necessária uma estratégia de política para o crescimento equilibrado. A recuperação da poupança doméstica pode resultar na queda da poupança externa, se não houver uma política de investimentos. Como agravante, buscar austeridade fiscal a qualquer custo esbarra na referida prioridade política que conduz a cortes nos investimentos públicos.

Parte II - As experiências de alguns países

A importância de uma política de investimento atrelada à política de poupança: O caso da Bolívia.

O programa boliviano de estabilização de 1985 reduziu a inflação de 8700% naquele ano para cerca de 10% em 1987. A taxa de sacrifício talvez tenha sido superior à necessária, muito em função da ausência de uma estratégia planejada de crescimento pós-estabilização.

Bolívia: Principais Resultados Macroeconômicos - 1984/ 1991.

(em percentagem do PIB)

	Investimento	Poupança Nacional		Conta Corr. do Bal.Pgto.	Tx. de Cresc. do Produto	
		Poup. Priv	Poup Púb.			
1984	13	11.1	36.7	-25.6	-1.9	-0.2
1985	12.3	7.8	18.1	-10.3	-4.5	-0.2
1986	10.7	2.5	5.2	-2.7	-8.2	-2.9
1987	11.2	1.9	9.7	-7.8	-9.3	2.1
1988-91	11.4	6.6	11.1	-4.5	-4.9	4.0

Fontes: IFS/ FMI, vários exemplares e Estudio Económico de America Latina Y el Caribe. CEPAL. Vários números.

Não obstante a significativa redução do déficit público entre 1984 e 1986, a poupança nacional caiu. A credibilidade conferida pela política fiscal e, de certa forma, a superação da crise financeira internacional de 1983 permitiram a estabilização financiada pela poupança externa que, entre 1984 e 1987, aumentou cerca de 4 vezes.

A tendência da taxa de investimento, após 1986, sinaliza que a estratégia de estabilização adotada seguiu os moldes de controle do déficit operacional. Uma estratégia segura para a estabilidade, mas custosa em termos de produto perdido.

A recuperação da poupança nacional, a partir de 1988, sem uma política de investimento, cortou pela metade a poupança externa. Difícil avaliar se a taxa de endividamento externo anual de 9% seria sustentável no curto prazo, considerada a credibilidade da política fiscal naquele momento. Contudo, importante é observar a relação inversa entre as poupanças externa e nacional, assim como a significância da política de investimento para esta relação¹

¹A inobservância dos condicionantes do investimento nas políticas de ajustamento ortodoxas tem-se constituído em uma das principais críticas ao modelo de estabilização defendido pelo FMI. A principal questão sobre aquele modelo é: Uma vez estabilizada a economia e mantidos os preceitos daquela política, como e por que a taxa de investimento aumentaria? (Ver, por exemplo, L. Taylor: Gap Models. Journal of Development Economics vol(45) 1994, 17-34).

Absorção sustentada de poupança externa: O caso da Austrália

Um dos principais desafios para o planejamento econômico consiste em avaliar os valores limites das magnitudes macroeconômicas, em especial, do déficit em conta-corrente do balanço de pagamentos. A teoria econômica nos ensina a observar a relação entre taxas de crescimento do produto real e da dívida. Na prática, prevalecem os indicadores de mercado como a taxa de juros e o próprio volume do fluxo de capitais. Não obstante, vários momentos de crise externa, no Brasil e em outros países, nos ensinam que os movimentos de fechamento do acesso aos recursos internacionais podem ser rápidos, exigindo do planejamento uma permanente coordenação entre política de endividamento, consistência macroeconômica e *target* de reservas.

A Austrália, embora sem apresentar uma coordenação de política econômica que lhe permita atingir a meta de crescimento sustentável, tem conseguido coordenar as políticas de forma a garantir um financiamento externo continuado, juntamente com a redução da taxa de inflação, conforme o quadro abaixo.

AUSTRALIA					
DADOS MACROECONOMICOS 1988 -1994					
Identidade do PIB (em % do PIB corrente)					
	Poup. Nac.	Déf. púb.	Poup. Ext.	Imp. Infl.	Cresc. PIB
1989	10.78	-1.76	6.77	0.35	4.10
1990	9.17	-2.20	5.68	0.35	1.10
1991	7.74	-0.62	4.00	0.16	-1.70
1992	6.31	2.30	4.34	0.05	2.50
1993	7.50	2.82	3.81	0.09	3.70
1994	7.87	3.60	4.43	0.10	5.00

Fonte: IFS/FMI.

Embora sem pretender uma análise completa da trajetória econômica da Austrália, importante notar que este país representa a possibilidade de sustentação de taxas relativamente elevadas de poupança externa, mesmo na presença de déficits fiscais. Razin e Milesi-Ferreti (1996) apontam que a diferença da Austrália, em relação aos demais países em desenvolvimento, está na composição do fluxo de capitais externos que, em maior proporção, se dá na forma de capital de risco. Comentam, ainda, que estudos de crises externas do México, Israel, Irlanda e Coreia não revelam ser o déficit público um sinalizador antecedente das crises, mas que estas estão ligadas à: instabilidade política, valorização cambial permanente, baixo coeficiente de exportações, fragilidade do sistema bancário nacional e taxa de poupança pequena e declinante, em uma combinação desses eventos e, não, em função de uma só variável.

A experiência recente da economia brasileira

Entre 1992 e 1994, o resultado operacional do setor público (ROSP), calculado pelo Banco Central, registrou uma recuperação da poupança pública de 3,64 pontos de percentagem do PIB (de -2,26% do PIB em 1992 para um superavit de 1,38%). A seguir, analisa-se esta trajetória.

A identidade do PNB é descrita por.

$$(1) \quad (Y_p - C) + (T - G) - I = \text{CCBP}$$

sendo Y_p = Renda do setor privado.

C = consumo do setor privado

$(T - G)$ = conta-corrente do setor público

(I) = formação bruta de capital fixo e

(CCBP) = conta-corrente do balanço de pagamentos.

Quando, ex-post, há excesso de demanda não financiado pelo setor externo, o imposto inflacionário transfere renda do setor privado ao setor público para fechar o hiato de demanda interna. Este mecanismo resulta em.

$$(2) \quad (Y_p - C - II) - (T - II - G) - I = \text{CCBP}, \text{ sendo II o imposto inflacionário.}$$

O cálculo do resultado operacional do setor público considera o imposto inflacionário como receita pública e os gastos de capital, como despesa. O imposto inflacionário é o resultado de uma não-política e, portanto, pode-se recalcular o saldo em conta-corrente do setor público sem o efeito do imposto inflacionário, da seguinte forma:

$$(3) \quad \text{Conta-corrente do SP } Y = (\text{ROSP}/Y) - 0,035 - (\text{base monetária} \times \ln(1+p))$$

As despesas de capital do setor público são estimadas em 3,5% do PNB e a variável (p) é a taxa de inflação (IGP-DI) do ano.²

O referido período de ajustamento das finanças públicas é descrito pelo quadro a seguir.

²As estimativas do imposto inflacionário, em percentagem do PNB, são: 3,34% em 1992, 2,99% em 1993, 4,7% em 1994 e 0,5% em 1995.

Brasil: Identidade Macroeconômica do PNB - 1992/95

(Em percentagem do PNB)

	Investimento	Poupança Doméstica		Conta Corr. do Bal. Pgto.	Tx. de Cresc. do Produto	
		Poup. Priv	Poup Púb.			
1992	14.0	15.04	17.14	-2.1	-1.04	-0.8
1993	14.4	13.76	12.99	0.77	0.60	4.2
1994	15.4	14.66	14.48	0.18	0.74	5.7
1995	15.5	12.20	14.40	-2.20	3.30	3.8

Fontes: Contas Nacionais - IBGE. Nota para Imprensa do Banco Central (vários números). Revista Conjuntura Econômica FGV (vários exemplares). Boletim Conjuntural do IPEA n. 33 (abril 96).

Esta transformação das contas macroeconômicas revela que o esforço de recuperação das contas fiscais de 1993 não resultou em aumento da poupança doméstica que, ao contrário, caiu. Em 1994, a recuperação fiscal foi revertida, culminando com o expressivo déficit em 1995. Durante o período, a poupança doméstica oscila, com tendência de declínio, enquanto a poupança externa cresce monotonicamente. A aparente correlação inversa entre as duas poupanças enfatiza a necessidade de se atrelar a política de poupança, em especial a de ajuste fiscal, à definição de uma estratégia de estímulo ao investimento, sob risco de se reduzir o aporte internacional de recursos para a economia brasileira.

Importante lembrar que a teoria econômica sugere que, para um dado déficit em conta corrente do balanço de pagamentos, uma taxa elevada de poupança nacional é um indicador de solvência intertemporal e, portanto, de credibilidade, uma vez que poupança elevada permite taxa de investimento alta, aumentando a capacidade futura de pagamento da dívida. Nesse sentido, a tendência declinante da poupança nacional agrava as preocupações, por afetar negativamente as expectativas que condicionam os financiamentos externos e a própria capacidade da economia de saldar seus compromissos.

Parte III - Implicações para a política econômica e uma proposta de estímulo ao crescimento.

Implicações para a política econômica

Desfeita a armadilha da realimentação inflacionária pela indexação, a sustentação da estabilidade depende da administração dos hiatos entre as magnitudes macroeconômicas. Esta administração é tão mais complexa quanto maior a taxa de crescimento econômico pretendida. A experiência brasileira ensinou que o exercício do planejamento econômico só

é possível em uma circunstância na qual o regime monetário permita controlar a oferta de moeda.

Para o planejamento macroeconômico, todas as instâncias de política têm relevância e não podem ser, aqui, analisadas completamente (políticas cambial, comercial, tributária, salarial, monetária, etc). A abordagem do tema, nesta parte, fica restrita a algumas linhas de ação mais relevantes no incentivo ao crescimento equilibrado, orientada para uma segunda fase da estabilização, conforme apresentado abaixo:

a) Poupança do setor público.

A literatura econômica identifica a tendência ascendente do déficit público como um dos principais fatores na origem das crises macroeconômicas. A primeira preocupação básica da política de poupança, portanto, é evitar a configuração da tendência ascendente do déficit, como se tem observado, no Brasil, desde 1994.

Em 1995, alegou-se que, estando a carga tributária em patamar historicamente elevado, a única alternativa da política fiscal seria o corte de despesas, mas que a natureza de tais gastos seria mandatória (por Constituição) ou indispensável (por essencialidade - juros, saúde, previdência e educação). Esta é uma matéria já exaustivamente debatida no país e a solução foi sendo transferida para as reformas constitucionais e a privatização. A postergação histórica da solução do problema fiscal parece subentender um dilema contemporâneo entre mais juros ou mais impostos. De fato, a questão está entre impostos hoje ou mais impostos amanhã, a exemplo dos acontecimentos, em passado recente, quando a maior carga de impostos veio na forma de confiscos financeiros. Portanto, apesar das distorções eventualmente provocadas e/ou do efeito sobre o aumento das despesas, a estratégia de aumento de impostos deve ser considerada caso a tendência do déficit seja mantida.

Aumento de impostos como instrumento da política de poupança é a contrapartida da falta de disciplina nas despesas. A instauração da disciplina depende tanto da adoção de medidas exemplares que sinalizem, em linguagem política, o preço relativo da poupança para o governo (neste sentido, a política de *bail-out* de bancos oficiais e de governos vai em direção oposta), como de um reposicionamento filosófico da política de poupança pública, espelhado por algumas iniciativas como as sugeridas a seguir: i) Eliminação de qualquer resíduo *backward looking* nos reajustes de gastos, ii) elaboração de orçamentos em bases nominais; iii) aprofundamento do federalismo fiscal, com fim dos avais, sistematização de uma conta corrente com estados e municípios associando os pagamentos devidos à União (energia elétrica, previdência, empréstimos dos órgãos oficiais de crédito e outros encargos) com as transferências constitucionais e iv) definição de uma política bancária que elimine a capacidade de os bancos oficiais emitirem moeda.

O federalismo fiscal deve representar descentralização e desproteção dos governos regionais. A estratégia de incentivo à poupança regional precisa reduzir o risco moral (*moral hazard*) decorrente da proteção oferecida pelo Governo Central às conseqüências dos desmandos fiscais das administrações regionais. O Governo Federal deveria reduzir o espaço para negociações sobre os problemas fiscais dos estados e municípios, oferecendo a estes governos, por lei, uma alternativa operacional para cobertura de seus passivos, mediante a

alienação de patrimônios (garantias reais). A política de poupança aplicada para os governos regionais não deve significar a federalização das respectivas administrações, porque representa o caminho direto para as imponderáveis negociações políticas. O controle dos bancos oficiais é instrumento indispensável em qualquer estratégia de fomento da poupança pública e, a partir daí, os governos deveriam ser livres para contratar empréstimos, sob risco integral do credor. Uma legislação complementar deve ser estudada no sentido de regulamentar eventuais casos de falência das administrações regionais, incluindo o impedimento dos governantes.³

No âmbito federal, a política de ajustamento deve orientar-se pelo resultado em conta-corrente, evitando-se a prioridade de despesas através de barganhas exclusivamente políticas que forçam os cortes ineficientes nos investimentos públicos. Conseqüentemente, o sentido da política econômica é a maximização dos resultados em conta-corrente, utilizando o recurso de endividamento para alcançar metas planejadas de crescimento. Sob este prisma, as empresas estatais devem-se comportar perante o governo como qualquer empresa se comporta perante seus acionistas majoritários, inclusive pagando dividendos. Controles, somente ao nível da política de preços, caso sejam monopolistas. À liberdade empresarial deve corresponder a responsabilidade civil dos dirigentes e uma lei específica de falência que permita a capitalização de dívidas não pagas, em vez da solidariedade do governo respectivo. A desfederalização das empresas reduz a possibilidade de se utilizá-las, inconsistentemente, como instrumento de crescimento, de desenvolvimento regional ou, até, de políticas comercial e cambial, como no passado. O conhecido argumento em relação ao efeito *crowding-in* dos investimentos das estatais sobre a inversão privada tem-se revelado fraco devido às inconsistências das estratégias empresariais face os interesses ditados pelas conveniências políticas. Conseqüentemente, a melhor estratégia para as estatais, sob ponto de vista macroeconômico, segue sendo a privatização.

b) A poupança do setor privado.

A forma de estimular a poupança privada tem sido motivo de debates entre economistas. Proposições como a da CEPAL, em termos de incentivar a retenção de lucros e a formação de fundos de pensão, têm recebido boa aceitação na literatura. Outras sugestões, a exemplo da alteração da estrutura da carga tributária contra os bens não essenciais de consumo e o aumento na taxa de retorno real da poupança, têm, também, merecido destaque.

³Em 1994, as dívidas dos governos regionais com a União foram renegociadas, dando origem à Resolução 11 do Senado, de acordo com a qual os governos comprometeriam até 11% das respectivas receitas líquidas para pagamento ao Governo Central. Em 1995, os governos voltaram a pressionar por uma renegociação do pagamento da dívida de cerca de US\$30,0 bilhões, propondo a redução do comprometimento para 8% da receita líquida recalculada, significando um comprometimento efetivo de 6%. O Governo Federal fez a contraproposta que resultou na Resolução 162 do CMN, mediante a qual o Executivo Federal emprestaria US\$ 4,0 bilhões, antecipadamente, contra uma carta compromisso dos governos regionais de ajustamento dos respectivos déficits operacionais, estimados em US\$16,0 bilhões. A penalidade pela inadimplência é o pré-pagamento do empréstimo pela retenção dos fundos constitucionais. Naturalmente, a efetividade do acordo e das penalidades continua dependendo do canal de negociação política. A questão é: A quem não interessa renegociar no futuro?

A política de estímulo à retenção de lucros encontra resistência, na literatura, enquanto possa representar uma substituição da poupança privada, alegando-se que o setor privado acionista reduziria a poupança porque a elevação das reservas empresariais seria traduzida em aumento do valor patrimonial das ações. Contudo, em contrapartida, a queda nos dividendos reduziria o valor de mercado dessas ações estimulando a poupança por motivo de recomposição de patrimônio. Esta discussão não parece significativa para desestimular a política de incentivo à retenção de poupança, ainda mais se associada a programas específicos de investimento. Não são claras as razões porque o governo tem relegado esta linha de estratégia.

A formação de fundos de investimento de longo prazo, a exemplo dos fundos de pensão, esbarra em uma incômoda simultaneidade entre a credibilidade da economia, no longo prazo, para que os investidores demandem tais fundos e o próprio crescimento sustentado, capaz de conferir tal credibilidade. Esta simultaneidade desqualifica o estímulo à formação dos fundos como um instrumento de política.

A alteração na estrutura tributária, como sempre, é distorciva e deve ser avaliada à luz do potencial de alavancagem da poupança. Em princípio, dada a estrutura de renda da economia brasileira e a isenção dos bens de consumo essenciais, pode-se esperar que parte significativa da arrecadação fiscal seja financiada por recursos da poupança privada e que o efeito da elasticidade-preço recaia, em grande medida, sobre as classes de renda média. Nesse sentido, não é claro se os custos sociais da distorção podem ser compensados pelos recursos desviados do consumo da classe média. De toda forma, é um assunto que merece um tratamento analítico mais apurado.⁴

A importância do retorno real das aplicações como determinante da poupança privada é muito discutido na literatura (Aghevli et alii 1990, Corbo e Schmidt-Hebbel 1991, Dean et alii 1989, Edwards 1995, Kawasaki 1990, Schmidt-Hebbel et alii 1994, Schmidt-Hebbel et alii 1991 e Summers 1984). Aparentemente, a forma de medição desta variável nos estudos econométricos explica as divergências que variam entre não-significativa e de influência positiva.

De toda forma, as políticas tributária e previdenciária são intrinsecamente ligadas às questões de equidade social e de eficiência econômica. Consequentemente, os instrumentos destas políticas devem ser utilizados de forma subordinada pela política de poupança.

O aumento da poupança nacional, tudo mais constante, implica a redução da taxa de retorno dos ativos nacionais e a desvalorização cambial associada à queda no influxo de capitais. A utilização dos recursos de poupança para a redução da dívida externa pode não ser a estratégia pretendida pela política econômica orientada para o crescimento equilibrado. Daí a importância de uma política de investimento.

⁴Experiências do passado com as retenções sobre passagens aéreas e compra de veículos (1986), por exemplo, não foram bem sucedidas.

c) Política de investimento

Tem sido discutida na literatura econômica, desde o trabalho seminal de Feldstein e Horioka (1980), a participação de capitais internacionais no financiamento dos investimentos nacionais. Esses autores concluíram que países com elevada taxa de investimento têm alta taxa de poupança doméstica. Em 1994, a taxa de poupança doméstica nos países industrializados variou entre 14,5% do PIB (Inglaterra) e 31% (Japão), enquanto o maior déficit em conta-corrente do balanço de pagamentos foi de 4,7% (Austrália) e a taxa de superavit não superou 3,4% (Holanda). Estes resultados esvaziam a preocupação com o acesso à poupança externa e reforçam as políticas de aumento da poupança doméstica. Contudo, a evidente mobilidade de capitais e a associação negativa entre as poupanças doméstica e externa ficam sem explicação. Summers (1985) sugere que as políticas econômicas tendem a proteger o balanço de pagamentos sempre e quando a taxa de endividamento supera o patamar de 5-6% do PIB e assim perdem-se oportunidades de investimento.⁵

A elevação da poupança doméstica, especialmente em países pobres onde o sacrifício de uma unidade de consumo essencial presente exige elevada taxa de retorno, só se justifica para financiar o aumento e a modernização da capacidade produtiva, dificilmente para pré-pagar dívida externa.

A política de incentivo aos investimentos, sob o prisma macroeconômico, pode ser orientada segundo duas preocupações. A primeira refere-se à composição dos investimentos. Certamente, a ampliação do número de habitações e das construções em geral representa um aumento do bem-estar, considerada a flagrante carência habitacional no país, além do respectivo efeito multiplicador. Contudo, nem todas as construções impactam a capacidade ou a modernização produtiva da economia. Por exemplo, obras de saneamento afetam positivamente o parque produtivo ao permitir o tratamento adequado (menores custos sociais) dos rejeitos industriais. Contudo, o efeito direto é reduzido e diminui a taxa necessária de retorno. Segundo as contas nacionais de 1994, para cada R\$ 1 de investimento, cerca de R\$ 0,69 são destinados para construções e outros investimentos (plantio de matas, renovação de matrizes de gado, etc), embora existam indicações de que esta proporção seja inversamente associada com a taxa de investimento.⁶ Não existem informações sobre despesas de capital para fins de valorização tecnológica. Estas alocações aparecem implícitas na compra de equipamentos (31% dos gastos de investimento).

A consistência macroeconômica preocupa-se em atrelar o crescimento econômico à capacidade dos agentes de pagarem os financiamentos, o que passa pelo aumento da capacidade de agregação de valor, assim como pela elevação da competitividade do parque produtivo. A política de fomento, para alterar a proporção dos investimentos em equipamentos, deve empregar incentivos fiscais setoriais, na forma de renúncia fiscal,

⁵Entre os países industrializados, os que mais absorveram poupança externa no período 1985-1994 foram (em percentagem do PIB): EUA(2.2); Finlândia (2.8); Grécia (3.8); Irlanda (8.8 em 1978/85); Espanha (1.5) e Inglaterra (2.2).

⁶Nos anos de baixo crescimento de 1983 e 1992 a participação de construções e outros passou para 70% e 74% do total da formação bruta de capital fixo, respectivamente.

aplicáveis a investimentos adicionais, evitando proporcionar *windfall gains* ao estoque de capitais previamente instalado. Especificamente, trata-se da concessão de crédito tributário para investimentos novos em segmentos e de natureza especificados pela política de crescimento, com acesso transparente e horizonte temporal definido.

Para efeitos de implementação deste tipo de medida, é necessário pesquisar a capacidade de se influenciar a composição e a magnitude dos investimentos através da taxa de retorno após imposto.

O custo fiscal da política de incentivo aos investimentos: Um exercício paramétrico.

A política de crescimento equilibrado necessita de algumas informações técnicas. A primeira é o limite da taxa de absorção, em paralelo à meta de reservas externas. A segunda, o coeficiente de reação dos investimentos ao estímulo fiscal. A terceira, o comportamento da função poupança privada em decorrência das medidas que venham a ser adotadas.

Estima-se, a partir do quadro macroeconômico de 1995, o custo fiscal da proposta, de acordo com as hipóteses abaixo.

Objetivo: Elevar a taxa de poupança nacional de 17% do PNB para 21%, no ano de 1996-hipotético, alterando-se a proporção (construção/investimento total) de 69% para 60%.

Supostos do exercício:

- i) Limite da poupança externa em 3,5% do PNB.
- ii) Reservas constantes.
- iii) Após a redistribuição do imposto inflacionário de 0,5% do PNB para a conta do governo, a poupança privada cai de 15,5% para 15% (equivalência ricardiana).
- iv) Setor público investe 4% do PNB.
- v) O crescimento do investimento privado ao estímulo fiscal se dá à taxa de 6% para cada 1% de aumento na taxa instantânea de retorno, sendo esta taxa aplicável para todos os segmentos da formação de capital (equipamentos e construção). Esta relação é retirada de um exercício de Summers (1984), para os EUA.

Com este arranjo de condições, a primeira etapa do exercício é calcular o orçamento da renúncia fiscal. Sendo k_{ij} o valor do investimento no tempo (i) de natureza (j), a taxa de subsídio é dada por (S, k_{ij}) , onde S é calculado por:

$S = (1 - (1/1+TR)) \cdot 100$, sendo TR a taxa de retorno requerida para ajustar o investimento tipo j na proporção desejada. No caso específico das hipóteses, o investimento privado deve aumentar de 13,5% do PNB para 17%. Mas, considerando as mudanças nas participação, as alocações em construções deveriam crescer somente 9,6%, (de 9,3% do PNB para 10,2%), enquanto equipamentos aumentariam 62% (de 4,2% do PNB para

6,8%). Com a reação dos investimentos à taxa interna de retorno estimada nas hipóteses, a taxa instantânea de retorno propiciada pela renúncia fiscal deveria ser 1,6% para as construções e 10,3% para equipamentos.⁷

Com estes valores, $(S. k_{1996, \text{ construções}}) = 0,16\%$ do PNB e

$(S. k_{1996, \text{ equipamentos}}) = 0,64\%$,

com o total do subsídio em 0,8% do PNB. A variável chave para a estimativa é a elasticidade taxa de retorno do investimento. Aparentemente, esta relação de 6% de crescimento para cada 1% de retorno deve ser otimista para o Brasil, considerando que a taxa de retorno no país, risco incluído, é superior à norte-americana. Desta forma, esta relação paramétrica merece ser especulada em outros estudos.

As magnitudes macroeconômicas após a política de estímulo fiscal aos investimentos seriam:

CENÁRIO MACROECONÔMICO PARA UMA TAXA DE INVESTIMENTO DE 21%

(Em percentagem do PNB)

USOS	
Investimento total	21,0
-Privado	17,0
- Público	4,0
FONTES	
Poupança doméstica	17,5
-Privada	15,0
-Pública (conta-corrente)	2,5
Poupança externa	3,5
FINANCIAMENTOS	
Endividamento público	2,3

O endividamento público seria o resultado da diferença entre a poupança de 2,5% e a renúncia de 0,8%, juntamente com o investimento de 4%. A taxa de endividamento de 2,3% do PNB, face a dívida líquida do setor público, em dezembro de 1995, de R\$ 207,5 bilhões, implica a taxa de 6,6% de crescimento da dívida líquida que, para efeito de consistência da política de endividamento, representa a taxa mínima requerida para o crescimento do PNB. Uma taxa factível e, pode-se dizer, socialmente necessária. A alternativa para se reduzir a taxa do endividamento público, admitindo-se que dificilmente o setor privado substituiria o setor público na formação de capital social, exigiria aumentar os

⁷ Se a taxa de investimento em construções deve crescer 9,6%, em termos do PNB, por causa, exclusivamente, dos incentivos configurados pela elevação da taxa de retorno instantânea, esta taxa para os novos investimentos, tudo mais constante, deve ser $9,6/6 = 1,6$. Este mesmo cálculo para os equipamentos resulta em $62/6 = 10,3$.

estímulos ao investimento privado, sob o risco de se perder o aporte dos investimentos estrangeiros e/ou ter reduzida a poupança privada.

Conclusão

A estabilização inflacionária recuperou a capacidade de planejamento do setor público. Este planejamento deve orientar-se para o crescimento equilibrado. A Bolívia demonstrou como se faz estabilização sem crescimento (o estímulo endógeno ao investimento foi fraco), enquanto a Austrália é um exemplo de que as economias em crescimento não precisam, como regra, evitar estratégias que impliquem a absorção de recursos externos.

A economia brasileira tem apresentado, desde 1994, a tendência de expansão do déficit público, muito prejudicial às expectativas que influenciam os financiamentos. O planejamento da política econômica deve se preocupar mais com esta tendência, do que com o nível da necessidade de financiamento. Planejar, em última instância, consiste em acomodar os financiamentos disponíveis em favor do crescimento.

O planejamento deve utilizar modelos de consistência para o comportamento das diversas variáveis econômicas. O exercício paramétrico empregado nesta nota sinaliza que a política de incentivo aos investimentos pode ser compatível com o volume de financiamento existente na economia e com a taxa socialmente necessária de crescimento do produto.

A maximização do superavit operacional do setor público pode não ser uma medida eficiente, se os investimentos não forem estimulados endogenamente. O aumento da poupança doméstica dificilmente se justifica se não for acompanhada de uma política de crescimento, como forma de consolidar a estabilização.

BIBLIOGRAFIA

- AGHEVLI, Bijan B. et alii. The Role of national saving in the world economy; recent trends and prospects. FMI, Mar./90 (Occasional Papers, 67).
- CEPAL. Ahorro, inversión y crecimiento. Santiago, Chile, s.d. (Documento no. 3, v.p. apresentado no XXVI Período de Sessões).
- CORBO, Vittorio, SCHMIDT-HEBBEL, Klaus. Public policies and saving in developing countries. Banco Mundial, Jan./91 (Working Papers).
- DEAN, Andrew et alii. Saving trends and behaviour in OECD countries. OCDE, Jun./89 (Working Papers.)
- EDWARDS, Sebastian. Why are Latin America's saving rates so low? An International comparative analysis. Banco Mundial, Jun./95.
- FELDSTEIN, Martin. Social security, induced retirement and aggregate capital accumulation. Sep.-Oct./74 (Journal of Political Economy).
- _____, HORIOKA, C. Domestic savings and international capital flows. Jun./80 (Economic Journal).
- IBGE. Contas Consolidadas para a Nação; Revisão dos anos 1980-1993 e atualização 1994. Rio de Janeiro, Depto. de Contas Nacionais.
- MILESI-FERRETI, Gian Maria. RAZIN, Assaf. "Current Account Sustainability". CEPAL. Anais: VIII Seminario Regional de Política Fiscal. Santiago, Chile, Ene./96.
- _____. The Saving behaviour of Japanese households. KAWASAKI, Kenichi. Jan./90 (Working Papers).
- SCHMIDT-HEBBEL, Klaus. WEBB, Steven B., CORSETTI, Giancarlo. Household saving in developing countries; first cross-country evidence. Banco Mundial, Jan./91 (Working Papers).
- SCHMIDT-HEBBEL, Klaus et alii. Saving, investment, and growth in developing countries; An Overview. Banco Mundial, Nov./94 (Policy Research Working Paper, 1382).
- SUMMERS, Lawrence H. Tax Policy, the rate of return, and savings". National Bureau of Economic Research., Sept./82. (Working Paper, 995).

The After tax rate of return effects; private savings. 84 (American Economic Review).
TAYLOR, Lance. "Gap models". Journal of Development Economics, no.1 vol.45 pags.17-34. New York, Oct./94.