

CEMEC
Centro de Estudos do IBMEC

NOTA CEMEC - 03/2017

Recuperar poupança do setor público para retomar o crescimento

**Investimento e poupança na economia brasileira:
2000 - 2016**

**Maio
2017**



Equipe Técnica:

Diretor: Carlos Antônio Rocca

Superintendente: Lauro Modesto Santos Jr.

Analistas: Marly Paes e Fernando M. Fumagalli

Dúvidas e Comentários:

cemec.ibmec@gmail.com

*As opiniões emitidas nesta publicação são de inteira e exclusiva responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Centro de Estudos de Mercado de Capitais, do IBMEC ou de qualquer de seus apoiadores. As informações deste relatório são resultantes de informações preliminares das fontes citadas, portanto estão circunscritas às informações preliminares existentes e à capacidade de projeção no momento atual. O CEMEC não se responsabiliza pelo uso dessas informações para finalidade de aplicação financeira ou qualquer outra que possa causar algum prejuízo, de qualquer natureza, aos usuários da informação.

** Todos os dados utilizados foram obtidos das fontes citadas e podem sofrer revisões.

*** A publicação foi produzida com as informações existentes em Abril / 2017.

Sumário



Sumário executivo	4
Fontes de dados e periodização	7
1. Em 2016 a taxa de poupança se reduz a apenas 13,9% do PIB, um dos níveis mais baixos das últimas décadas	8
2. Poupança negativa do setor público é responsável pela queda da taxa de poupança e atinge - 6,05% em 2016: poupança de empresas e famílias se mantém acima da média de 2000/2016.....	9
3. Queda do investimento de empresas e famílias representa 85% da queda da taxa de investimento da economia brasileira de 2013 a 2016.....	11
4. Em 2016 excedente de poupança de empresas e famílias cobre 80% da necessidade de financiamento do setor público.....	14
5. Setor público absorve cerca de 60% do fluxo de poupança financeira da economia brasileira ..	15

Recuperar poupança do setor público para dar espaço ao financiamento do setor privado

Investimento e poupança na economia brasileira 2000 – 2016

Sumário executivo

a. Objetivo e algumas conclusões

Não é novidade que o desequilíbrio fiscal está na raiz da crise brasileira, o que tipicamente tem sido evidenciado com a evolução do déficit e da dívida pública. Utilizando estimativas do CEMEC que atualizam as contas nacionais para 2015 e 2016 e dados de seu modelo de contas financeiras, o objetivo desta nota é analisar o impacto da deterioração das contas públicas nos últimos anos sobre a capacidade de poupança da economia brasileira e especialmente a intensidade do “crowding out” do setor privado.

Um resultado do acentuado crescimento da parcela da poupança financeira absorvida pela dívida pública tem sido uma forte restrição do fluxo de recursos para o financiamento do setor privado. Este tem enfrentado também as dificuldades decorrentes de endividamento excessivo e de um lento processo de desalavancagem, fenômenos esses que tem contribuído para acentuar a recessão e retardar a retomada da economia.

Na hipótese de sucesso do processo de ajuste fiscal anunciado, aí incluída a reforma da previdência, as projeções mostram a continuidade do aumento da relação dívida/PIB até 2020 ou 2021, o que implica também a destinação de parcela considerável do fluxo de poupança financeira para financiamento do setor público. Uma questão relevante é verificar de que modo financiar o investimento e especialmente o setor privado, cuja recuperação deve liderar necessariamente uma retomada do crescimento.

b. Principais observações:

1. Em 2016 a taxa de poupança se reduz a apenas 13,9% do PIB, um dos níveis mais baixos das últimas décadas, com queda de 4,3 pontos

porcentuais do PIB em relação à média de 2010 a 2013 (18,2%).

2. A deterioração das contas públicas a partir de 2014 tem efeito dramático sobre a poupança. De fato, a redução da taxa de poupança nesse período é integralmente devida à reversão da poupança do setor público. De valores positivos e acima de 0,5% do PIB em 2012/2013 cai para – 6,05% em 2016. Estima-se que a poupança de empresas e famílias em 2016 é de 19,9% do PIB, acima da média de 2000 a 2015 (18,9%). É interessante notar que ao calcular essa taxa como porcentagem do PIB após a dedução da carga tributária, seu valor se eleva para 29,6% em 2016, cerca de 1,5p.p. acima da média calculada desde o ano 2000 (28,1%), enquanto a poupança do setor público calculada sobre o valor da carga tributária sai de um percentual de 1,6% positivo em 2013 para -18,5% negativos em 2016.
3. Queda do investimento de empresas e famílias representa 84% da redução da taxa de investimento da economia brasileira entre 2013 e 2016. As estimativas do CEMEC sugerem que o investimento público teria caído 0,9 ponto percentual do PIB entre 2013 e 2016 (de 2,7% para 1,8% do PIB) enquanto os do setor privado teriam perdido 5,3 pontos percentuais do PIB (de 19,0% para 13,7 %) nesse mesmo período
4. Em 2016 o excedente de poupança de empresas e famílias em relação a seus investimentos (6,2% do PIB) cobre 80% da necessidade de financiamento do setor público (-7,8% do PIB) , complementado por 1,6% do PIB de poupança externa.
5. O setor público tem absorvido parcela crescente do fluxo de poupança financeira nos últimos anos, atingindo 60% nos 12 meses encerrados em março de 2017, configurando intenso processo de “crowding out” do setor privado. O percentual de dívida pública em relação ao PIB tem salto de 20,6 pontos percentuais entre 2013 e março de 2017 (de 50,8% para 71,4% do PIB). Ao mesmo tempo, o saldo de operações de dívida do setor privado que havia atingido 64,5% do PIB em 12/2015, tem acentuada queda para 58,0% do PIB, com redução de 6,5 p.p. Esse aumento de participação da dívida pública ocorre com o aumento de sua participação na carteira dos investidores institucionais, que se eleva de 38% em 2013 para quase 50%

em 2016. No sistema bancário estima-se que , 72% dos recursos totais captados tem estão aplicados em dívida pública em março de 2017.

Fontes de dados e periodização

As fontes de dados para cada subperíodo são as seguintes:

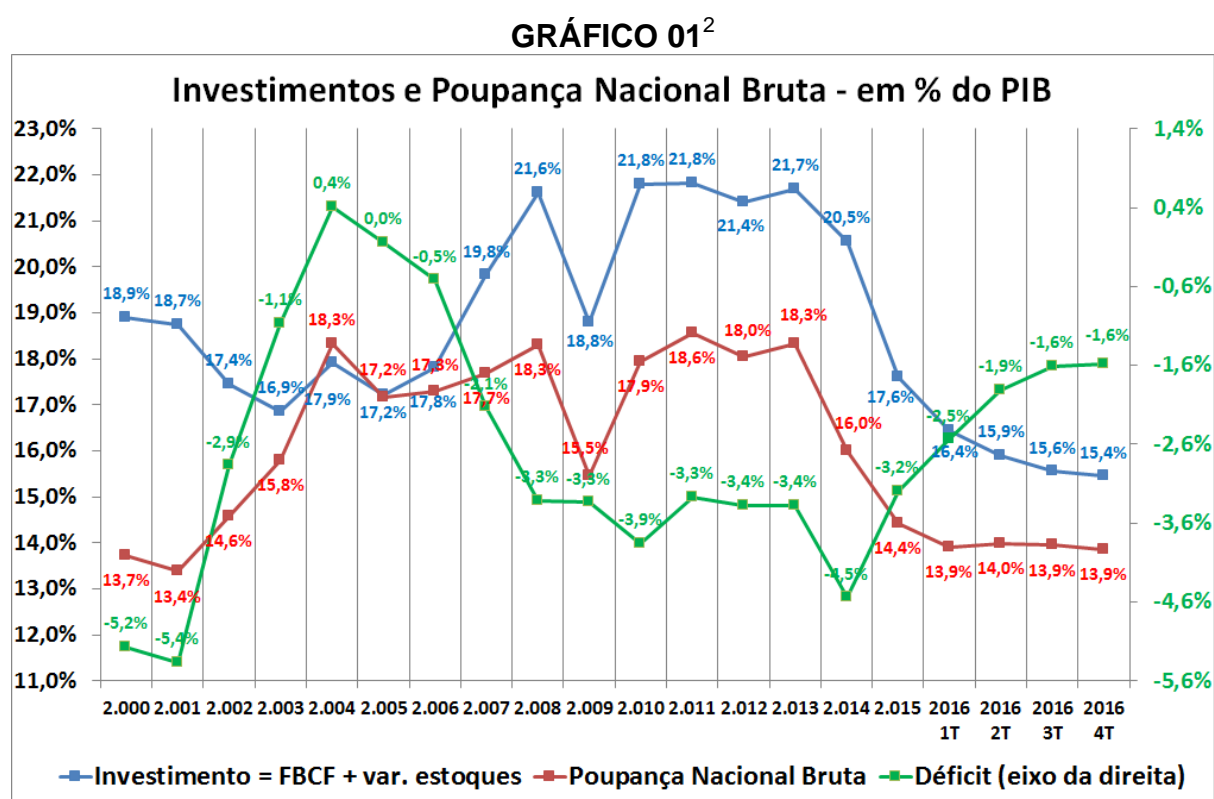
- a) Período 2000- 2009: Contas Econômicas Integradas IBGE;
- b) Período 2010 – 2014: Idem, com nova metodologia;
- c) Período 2015 – 2016 4T– Contas Nacionais Trimestrais IBGE
- d) Período 2015 – 2016 4T – Segregação de dados de investimento e poupança nesse período entre administração pública e setor privado são estimativas preliminares do CEMEC¹

Todos os dados se referem a períodos anuais ou períodos de 12 meses encerrados no trimestre de referência. Por exemplo, os dados (renda, poupança, investimentos etc.) atribuídos ao quarto trimestre de 2016 (2016 4T) se referem ao período de quatro trimestres encerrados no quarto trimestre de 2016

¹ Até 2014 os dados de poupança e investimento abertos por setor público e privado têm como fonte as Contas Econômicas Integradas do IBGE; para 2015 e 2016 são estimativas preliminares do CEMEC. Conquanto essas estimativas estejam sujeitas a desvios em relação aos dados oficiais, é importante registrar que a correlação entre a “proxy” de poupança do setor público utilizada e os dados observados é de 0,77 no período de 2000 a 2014, levando a um coeficiente de determinação de 0,59 na regressão linear estimada entre as duas series. A “proxi” utilizada para investimento do setor público para o ano de 2015, foi retirada do trabalho do IPEA “Resultado Primário e Contabilidade Criativa: Reconstruindo as Estatísticas Fiscais “Acima da Linha” do Governo Geral”; Texto para Discussão no. 2288; Sérgio Wulff Gobetti e Rodrigo Octávio Orair; feita regressão no período 2002 a 2014 o coeficiente de determinação obtido foi de 0,863; o ano de 2016 é estimativa CEMEC com base na queda do total dos investimentos.

1. Em 2016 a taxa de poupança se reduz a apenas 13,9% do PIB, um dos níveis mais baixos das últimas décadas

No **Gráfico 01** é apresentada a evolução do investimento, poupança bruta e do déficit em contas correntes (poupança externa) com base nos dados das Contas Nacionais Trimestrais (IBGE) no período de 2000 a 2016.



São mantidas até 2016 4T (acumulado em quatro trimestres terminados no quarto trimestre) as principais tendências observadas desde 2014, com acentuada queda do investimento e da poupança doméstica e forte redução da poupança externa:

- Taxa de investimentos de 2014 (20,5% do PIB) que já era inferior ao padrão observado no período de 2010/2013 (da ordem de 21,8%) tem acentuada queda de 5,1 p.p. do PIB (para 15,4%) em 2016;
- Movimento análogo é observado na taxa de poupança que havia atingido seu máximo desde o ano 2000 em 2013 (18,3% do PIB) se reduz

² O déficit em conta corrente de Contas Nacionais difere do déficit da balança de pagamentos (veja-se “Dois termômetros da conta corrente” Giambiagi jornal Valor Econômico 12/03/2014)

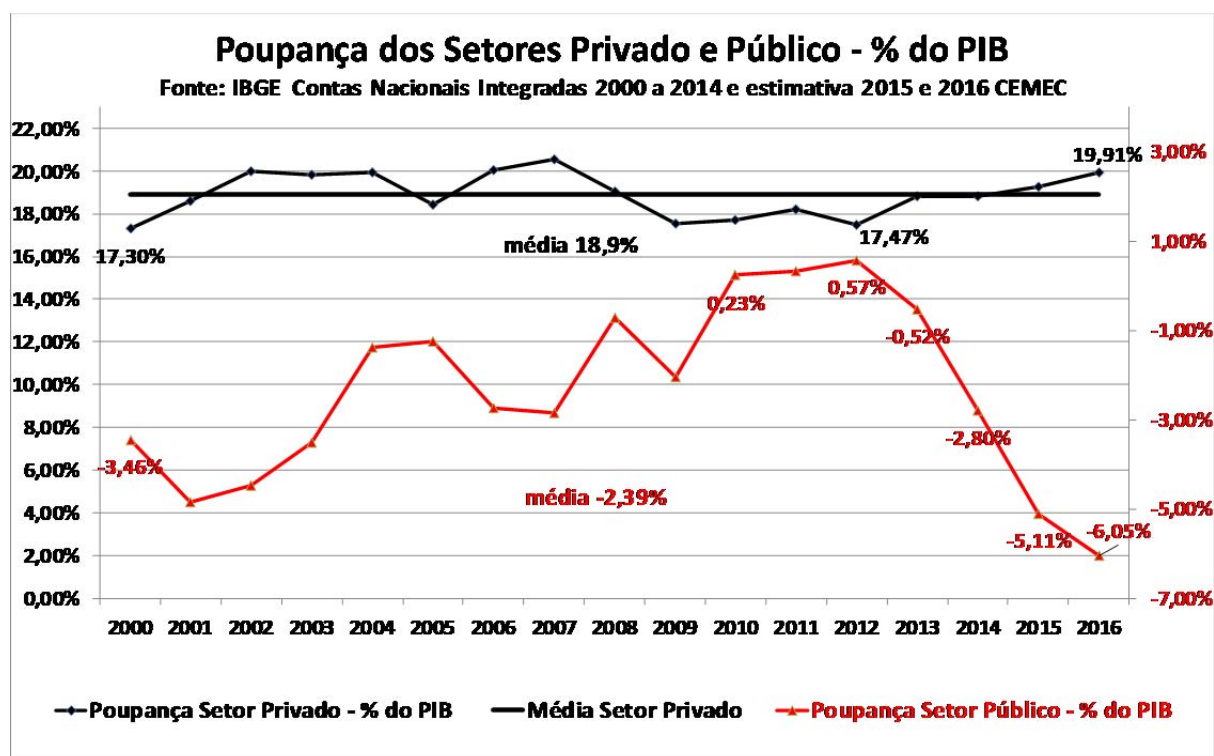
para 16,0% em 2014 e cai para apenas 13,9% em 2016, com redução adicional de 2,1p.p. do PIB nesses dois anos;

c) Verifica-se notável redução do déficit em contas correntes entre 2014 e 2016, de 2,9p.p. do PIB (de -4,5% para - 1,6%), traduzindo o impacto da recessão e da desvalorização cambial sobre importações e exportações de bens e serviços; a queda do investimento (de 5,1p.p.do PIB) foi muito superior á variação negativa de poupança doméstica (-2,1p.p. do PIB) .

2. Poupança negativa do setor público é responsável pela queda da taxa de poupança e atinge -6,05% em 2016: poupança de empresas e famílias se mantém acima da média de 2000/2016

No **Gráfico 02**, verifica-se que no período de 2011 a 2016 4T o forte aumento da poupança negativa do setor público foi parcialmente compensado pelo aumento de poupança do setor privado.

GRÁFICO 02

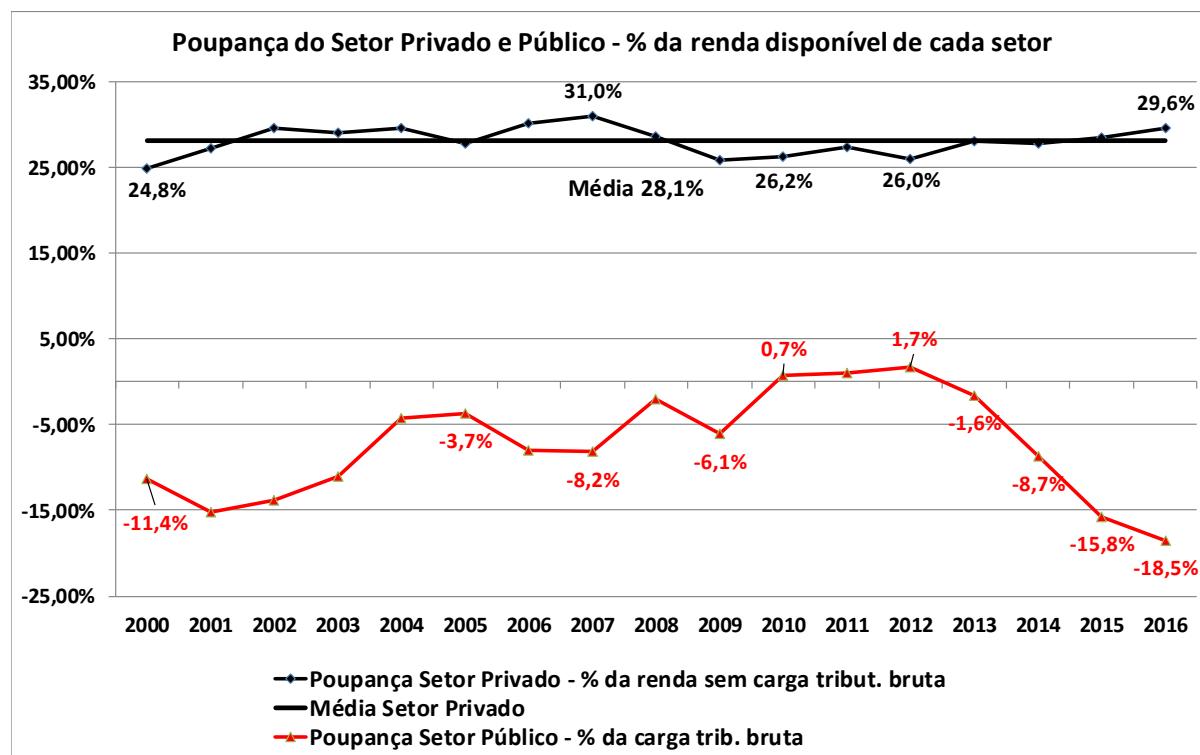


As observações são as seguintes:

- a. Em 2016 estima-se que a poupança do setor público tenha atingido seu pior resultado desde o ano 2000, com valor negativo de -6,05% do PIB, revelando uma diminuição de 6,62 p.p. em relação ao observado em 2012 (+0,57% do PIB), redução superior à queda da poupança doméstica de 4,1 p.p. do PIB no período (de 18,0% para 13,9%);
- b. Parte dessa queda foi compensada pela elevação da poupança do setor privado nesse período, estimada em 2,44 p.p. do PIB (de 17,47% para 19,91%); note-se que a estimativa da poupança privada para 2016 é uma das maiores desde o ano de 2000 e cerca de 1,0 p.p. do PIB acima da média de 18,9%.

Um resultado interessante pode ser observado no **Gráfico 03**, onde as taxas de poupança do setor privado são calculadas sobre o valor do PIB depois de deduzida a carga tributária bruta. As taxas de poupança do setor público são calculadas sobre sua arrecadação, representada pela carga tributária bruta.

GRÁFICO 03



Algumas observações:

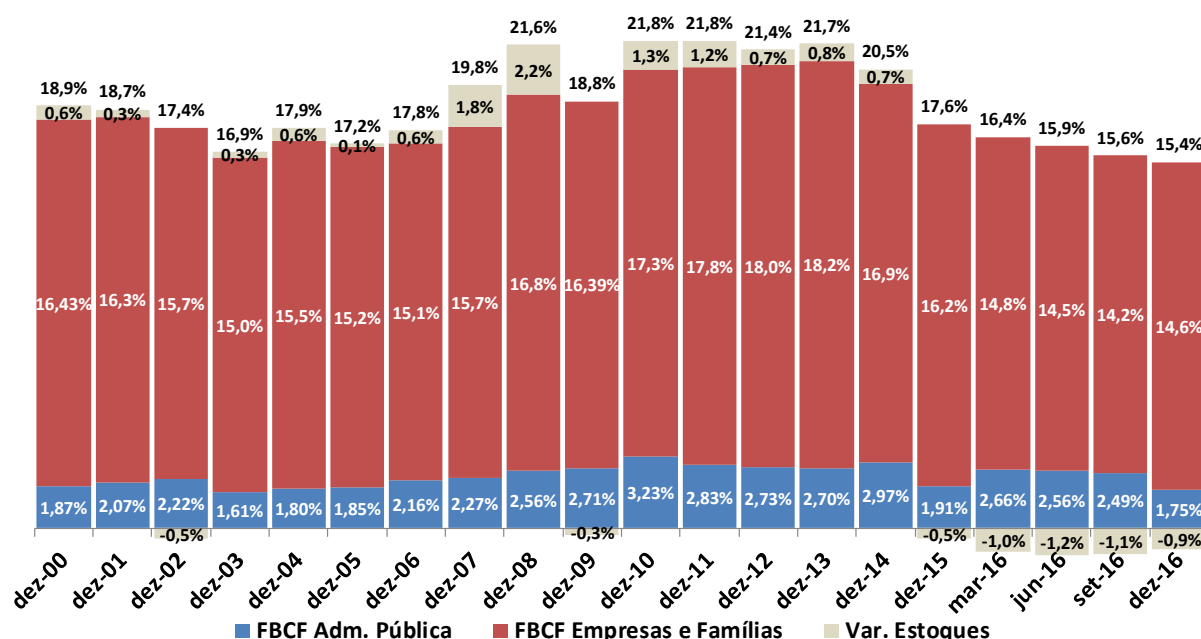
- Quando calculada sobre o valor do PIB após a dedução da carga tributária bruta, a estimativa da poupança do setor privado é de 29,6% em 2016, valor 1,5 p.p. do PIB superior à média dos últimos 17 anos (28,1%);
- No setor público a parcela poupada da receita bruta cai intensamente de cerca de 1,7% positivo em 2012 para -18,5% em 2016, de longe o pior resultado desde o ano 2000.

3. Queda do investimento de empresas e famílias representa 85% da queda da taxa de investimento de 2013 a 2016

No **Gráfico 04** são apresentadas as taxas de investimentos totais em % do PIB de 2000 a 2016.

GRÁFICO 04

Investimentos (FBCF + var. estoques) - em % do PIB



As principais observações são as seguintes:

- a. Tomando-se como base de comparação dos dados de 2013, ano imediatamente anterior ao segundo trimestre de 2014, data que marca o início da recessão³, verifica-se que a queda da taxa de investimento é de 6,3 p.p. do PIB (de 21,7% para 15,4%), que é o menor nível desde o ano 2000;
- b. Entre 2013 e 2016 estima-se que a taxa de investimento do setor público em relação ao PIB se reduziu de 2,7% para cerca de 1,8%, com queda ordem de 35%; certamente o grande desequilíbrio das contas fiscais inibe a possibilidade aumentar o investimento público como política anticíclica, ao mesmo tempo em que essa queda reproduz a experiência histórica de que os cortes de despesa pública se concentram sobre as despesas de capital, dada a inflexibilidade dos gastos correntes;
- c. Quando considerado também o desinvestimento em estoques, 85% da queda da taxa de investimento de 6,3 p.p. do PIB é atribuída à redução do investimento de empresas e famílias, de 5,3 p.p. do PIB (de 19,0% para 13,7%), com queda da ordem de 28%, algo inferior à redução da taxa de investimento do setor público;
- d. Pela primeira vez desde o ano 2000, observa-se uma redução de estoques por dois anos seguidos, 2015 e 2016, de -0,5% p.p. e -0,9 p.p. do PIB respectivamente, associada à forte intensidade da recessão ocorrida no período.

No **Gráfico 05** verifica-se que a estimativa de queda dos investimentos das empresas não financeiras entre 2013 e 2016, de 3,8 p.p. do PIB (de 12,0% para 8,2%) representa 60% da queda do investimento total, estimado em 6,3 p.p. nesse mesmo período⁴.

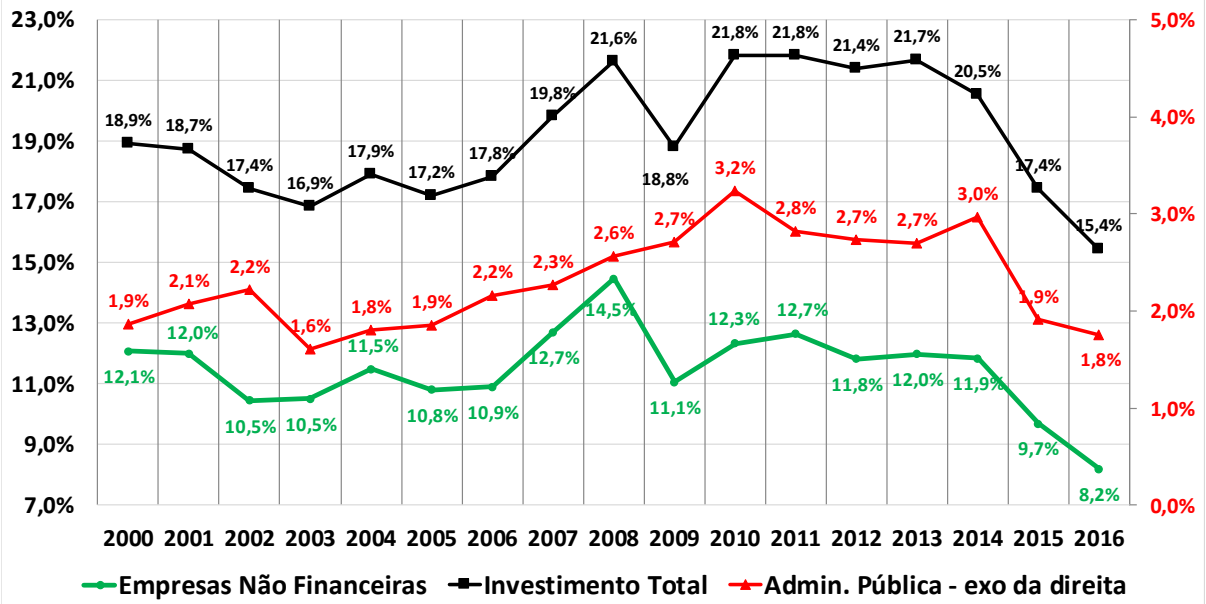
³ Conforme definição do Comitê de Datação de Ciclos Econômicos da FGV.

⁴ Esse resultado é muito próximo do obtido em trabalhos do CEMEC com base na consolidação de balanços das empresas não financeiras, disponíveis em www.ibmec.org.br.

GRÁFICO 05

Composição do Investimento - em % do PIB

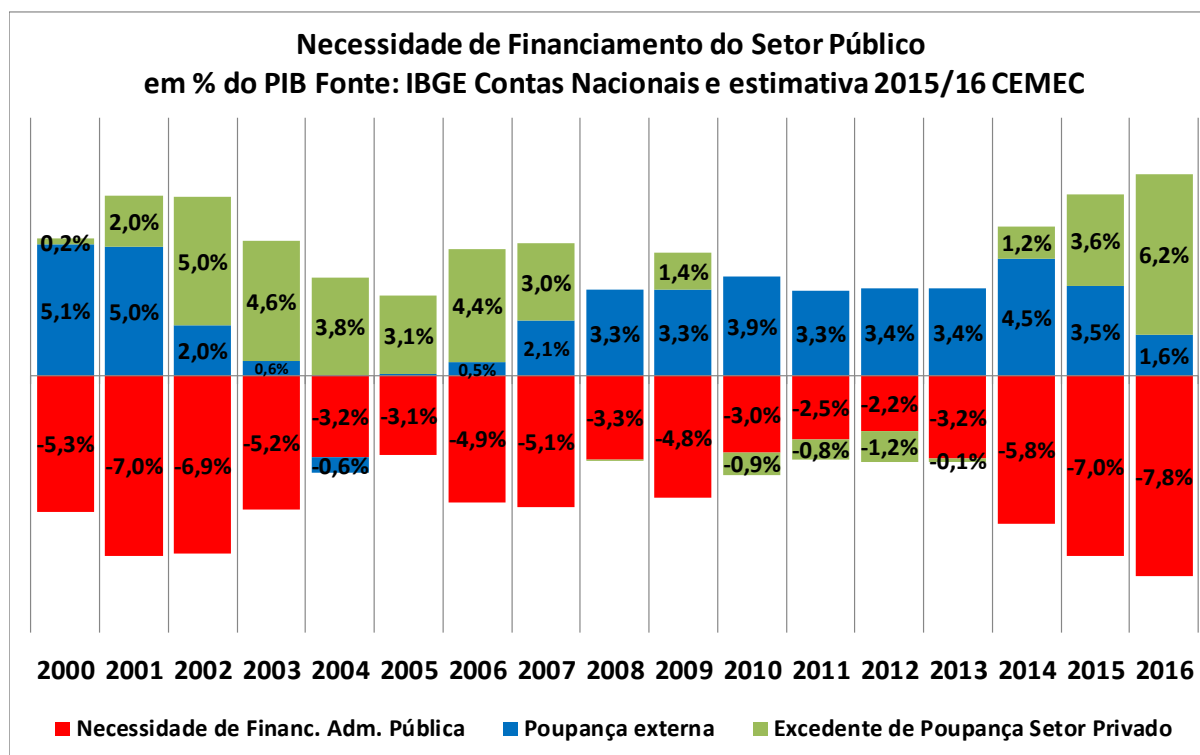
Fonte: Investim. total - IBGE; empresas e adm. pub. de 2000 a 2013 IBGE e 2014 a 2016 projeção CEMEC



4. Em 2016 o excedente de poupança de empresas e famílias cobre 80% da necessidade de financiamento do setor público

No **Gráfico 06** é apresentada a necessidade de financiamento dos setores público e privado que mede a diferença entre a taxa de investimento de cada setor e sua taxa de poupança.

GRÁFICO 06



As principais observações são as seguintes:

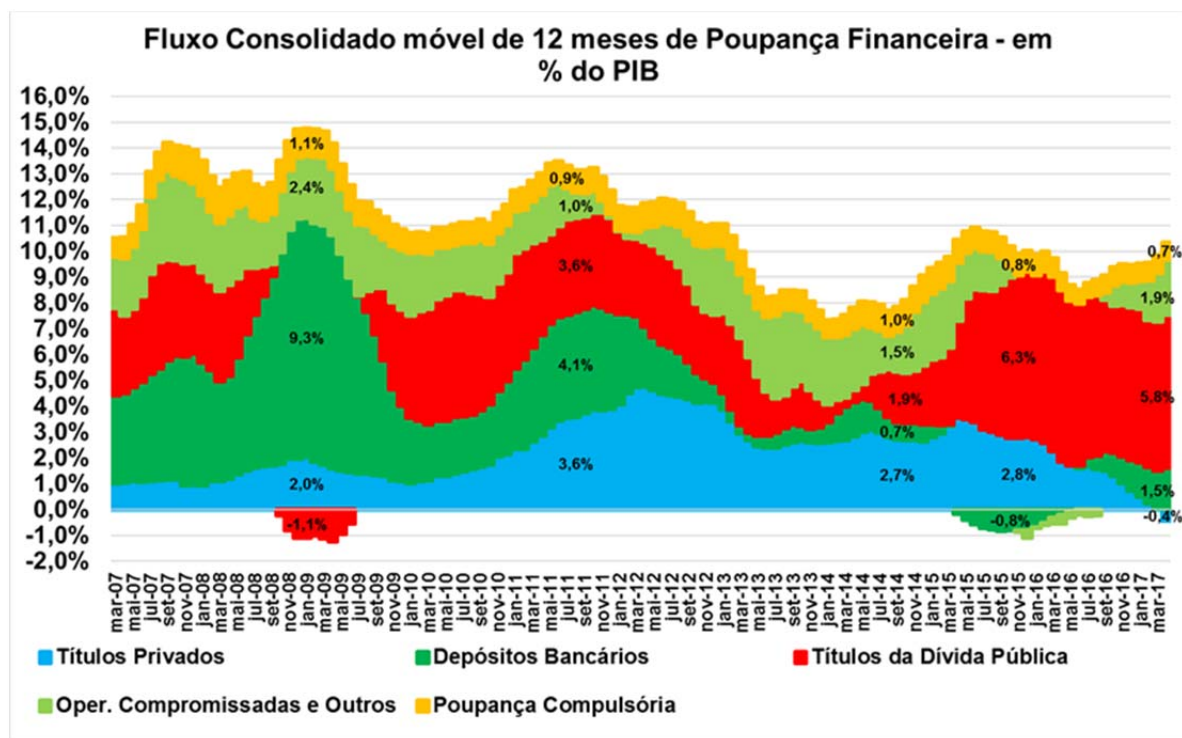
- a) Apesar da queda do investimento público de 2,7% para 1,8% do PIB entre 2013 e 2016, a necessidade de financiamento do setor público mais que dobrou nesse período em relação ao PIB, aumentando de 3,2% para 7,8%, refletindo o forte crescimento das despesas correntes e despesas financeiras além da queda de receita;
- b) Nesse período o aumento do excedente de poupança do setor privado sobre seus investimentos, de um valor negativo em 2013 (-0,1% do PIB) para um valor positivo estimado de +6,2% do PIB em 2016, tem sido a principal fonte de recursos para financiar esse desequilíbrio, mais que compensando a acentuada redução da poupança externa, de 3,4% para 1,6% do PIB;

5. Setor público absorve cerca de 60% do fluxo de poupança financeira da economia brasileira

Nos períodos de acentuada deterioração das contas públicas, parcela crescente da poupança financeira da economia é desviada para financiar seu o desequilíbrio, em detrimento do setor privado.

Alguns indicadores evidenciam esse movimento. O **Gráfico 07** apresenta o fluxo consolidado da poupança financeira em períodos móveis de 12 meses, definido como a diferença entre esses períodos dos saldos dos ativos financeiros monitorados no Modelo de Contas Financeiras do CEMEC⁵.

GRÁFICO 07



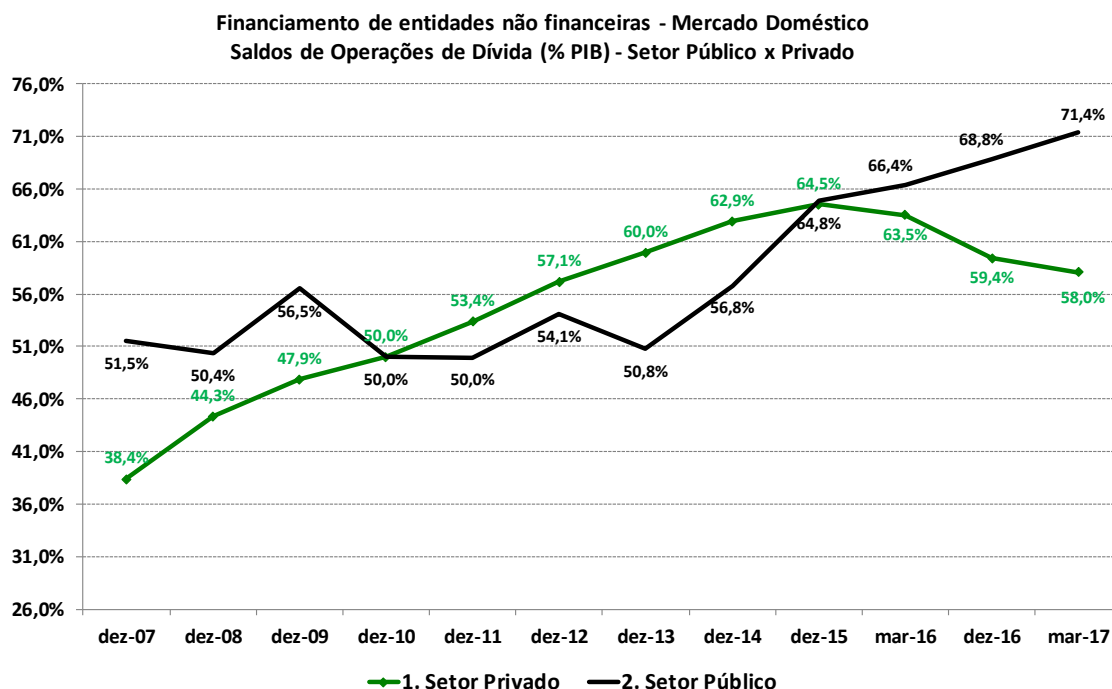
Verifica-se que a parcela dos fluxos de poupança financeira em períodos móveis de 12 meses destinada ao financiamento do setor público em porcentagem do PIB atingiu nos últimos dois anos os maiores valores da última década. A partir de

⁵ Em razão da ausência de fontes de dados, o modelo de contas financeiras não inclui a parcela da poupança financeira aplicada em ações e quotas de capital de empresas fechadas, incorporando na sua base de dados somente os ativos financeiros emitidos pelo sistema bancário, títulos públicos e instrumentos do mercado de capitais: ações de companhias de capital aberto e títulos de dívida privada.

meados de 2014 a parcela destinada ao financiamento da dívida pública tem crescimento acentuado, atingindo percentuais em torno de 6% do PIB, o que equivale a mais de 60% do fluxo de poupança financeira desse período.

Esse mesmo resultado pode ser observado de várias formas. No **Gráfico 08** pode-se observar o resultado do direcionamento crescente da poupança financeira para financiar o setor público calculando-se sua participação porcentual em relação ao PIB no saldo total de dívida no mercado doméstico, em comparação com essa participação do saldo de dívida do setor privado.

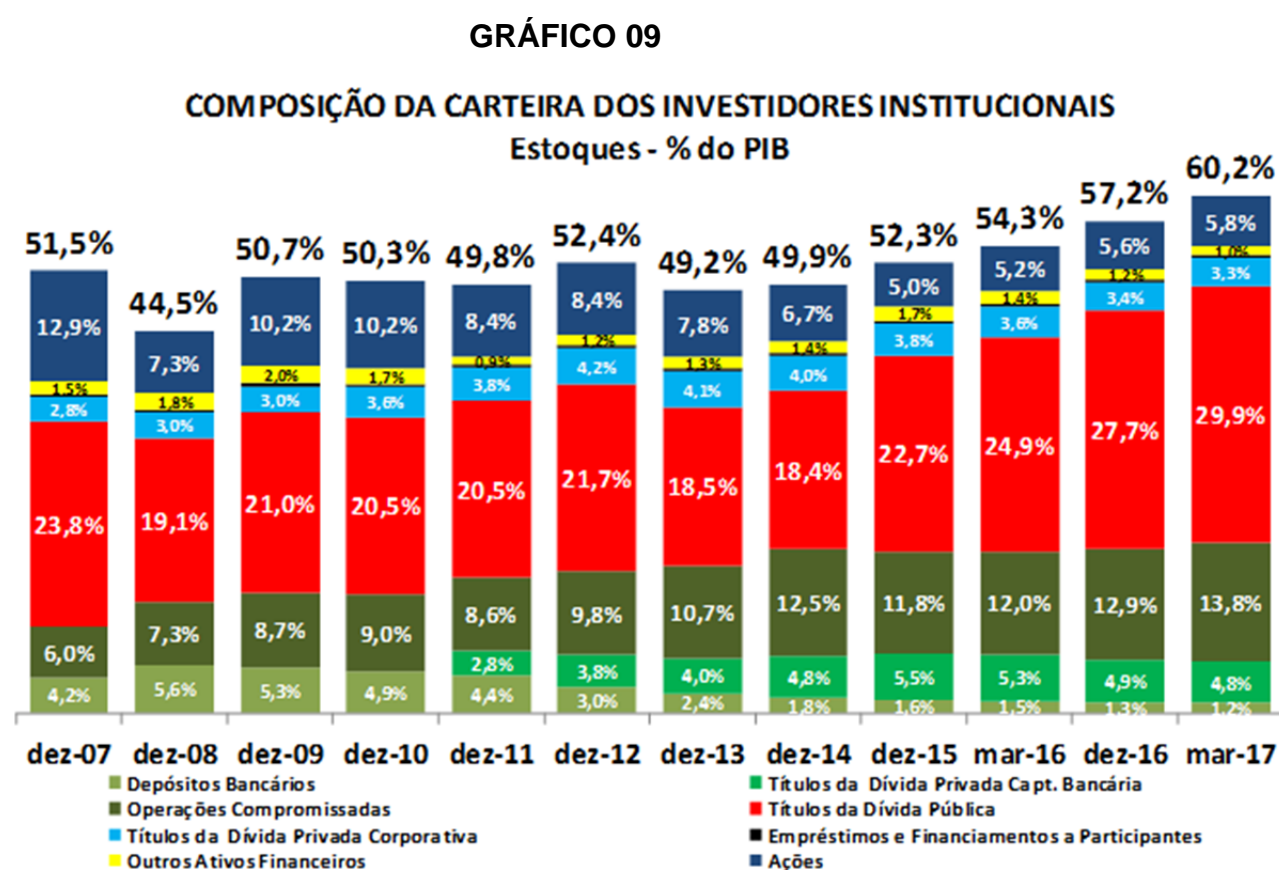
GRÁFICO 08



É surpreendente o crescimento do saldo de dívida pública em relação ao PIB a partir de dezembro de 2013, com um salto de 20,6 pontos percentuais, de 50,8% para 71,4%. Note-se que esse desempenho representa uma quebra significativa do padrão observado nos seis anos anteriores, quando os valores desse indicador são relativamente estáveis, com média de 52,1%, nível muito próximo do observado em 2013. Ao mesmo tempo, o saldo de operações de dívida do setor privado, do sistema bancário e do mercado de capitais, que havia atingido 64,5% do PIB em 12/2015 tem acentuada queda para 58,0% do PIB em março de 2017, com redução de 6,5 p.p..

Dois outros indicadores calculados pelo CEMEC mostram como a poupança financeira se desloca para o setor público, observando a evolução da carteira de ativos dos principais sistemas de intermediação financeira. Nessa categoria estão, de um lado, os veículos de mobilização de poupança financeira do mercado de capitais, representados pelos investidores institucionais e de outro o sistema bancário.

O **Gráfico 09** apresenta a evolução da composição da carteira dos investidores institucionais na última década, obtida pelo CEMEC com a consolidação das carteiras dos fundos de pensão, fundos de investimento, planos de previdência aberta e companhias de seguros.



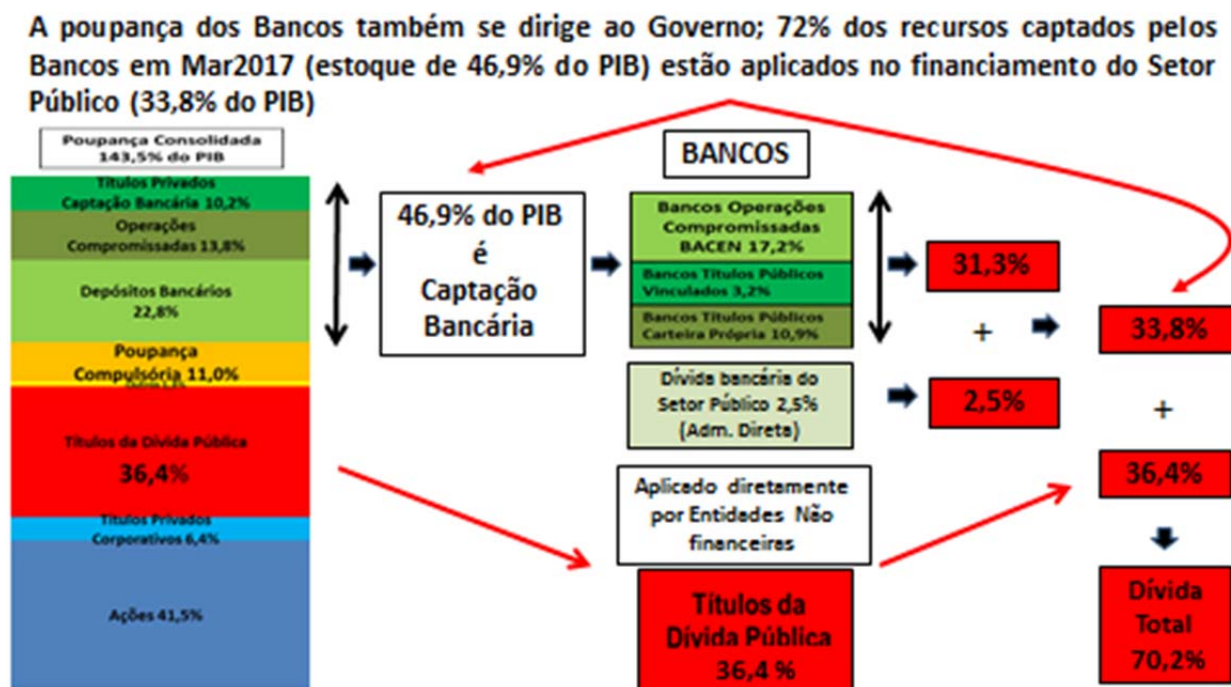
Em 2013 o saldo de títulos públicos na carteira dos institucionais atinge o menor volume desde 2007, representando 18,5% do PIB. A partir desse ano, uma parcela crescente dos recursos desses investidores é dirigida para a aquisição desses papéis, até atingir 29,9% do PIB em março de 2017, com aumento de 11,4 pontos

porcentuais. Nesse mesmo período a participação porcentual desses títulos na sua carteira consolidada salta de cerca de 38% em 2013 para quase 50% em 2016 (49,7%).

Ao mesmo tempo, verifica-se que a parcela de recursos aplicados em ativos de emissão bancária, onde se incluem depósitos, títulos de dívida bancária e operações compromissadas, apresenta forte crescimento em todo o período examinado. De um porcentual de 10,2% do PIB em 2007, essa parcela quase dobra em março de 2017, atingindo 19,8% do PIB, o que equivale a 1/3 (32,9%) do total da carteira..

O Gráfico 10, construído com base nas estimativas geradas pelo Modelo de Contas Financeiras do CEMEC, demonstra que quase $\frac{3}{4}$ (72%) de todos os recursos captados pelo sistema bancário brasileiro não se dirige para financiar o setor privado mas são destinados exclusivamente ao financiamento do setor público.

GRÁFICO 10



No lado esquerdo do gráfico é representada a composição da carteira consolidada de ativos financeiros da economia brasileira em porcentagem do PIB em março de 2017⁶. O valor total da carteira representa 143,5% do PIB, dos quais 46,9% do PIB representam o saldo de ativos de captação bancária.

Na coluna do meio, apresenta-se a composição da dívida pública doméstica de 70,2% do PIB (última coluna) segregada em dois componentes. O saldo de títulos públicos colocados no mercado é de 36,4% do PIB, enquanto que os bancos carregam o equivalente a 33,8% do PIB nesses papéis. Esse número é obtido quando são somadas a parcelas referentes aos títulos públicos mantidos em sua carteira própria (10,9% do PIB), a parcela mantida em títulos públicos vinculados (3,2%) e o valor correspondente aos títulos adquiridos em operações compromissadas do BACEN (17,2%) mais saldo de crédito bancário concedido ao setor público (2,5% do PIB).

Com esses números, conclui-se que 72% dos recursos totais captados pelo sistema bancário (33,8/46,9) são aplicados em dívida pública em março de 2017, fazendo com que somente 28% possam ser destinados ao financiamento de famílias e empresas.

⁶ Deve se lembrar que ações e quotas de capital de empresas fechadas não são consideradas nessa carteira por falta de informações. Ver nota 5.