

A poupança acumulada em 2020 não alimentará o consumo em 2021

Francisco E. Pires de Souza

21/12/2020

Um erro comum em macroeconomia é a chamada falácia da composição. Ela consiste em extrapolar para a totalidade da economia o que vale para um agente econômico individual. Neste artigo o nosso foco não é o tradicional exemplo keynesiano de que, tudo o mais constante, se todos pouparem mais, a demanda agregada pode cair e, com ela, renda e a própria poupança. Nossa proposição é, em certo sentido, a respeito do fenômeno oposto. O argumento é que, na situação atual, embora um indivíduo particular, que poupou mais em 2020 por causa da COVID, poderá usar sua poupança para consumir mais em 2021, o conjunto dos poupadores não poderá fazê-lo. As razões desta impossibilidade são expostas a seguir.

No ano de 2020, a resposta do governo aos efeitos econômicos e sociais da pandemia implicou um excepcional aumento de desembolsos do governo, principalmente na forma de transferências a indivíduos e subsídios a empresas, além de uma forte retração da arrecadação de impostos. Em consequência, o déficit, no conceito de necessidades de financiamento do governo geral deve sofrer uma elevação de cerca de 10,5 pontos percentuais do PIB em relação aos valores de 2019, chegando a uma cifra próxima a 16,5% do PIB.

Em termos dos chamados agregados macroeconômicos, as necessidades de financiamento do governo geral (NFGG) correspondem ao excesso dos gastos correntes de consumo e investimento do governo em relação à sua renda disponível. Ou seja, correspondem à diferença entre o investimento e a poupança do governo. O financiamento desta diferença (i.e., do excesso do investimento sobre a poupança governamental) provém de duas fontes possíveis: o excedente da poupança sobre o investimento privado e o déficit do balanço de pagamentos em conta corrente (a poupança externa). Como a poupança externa se contraiu em 2020 – o déficit em transações correntes caiu de 2,7% do PIB em 2019 para um valor estimado em 0,5% do PIB em 2020 – a gigantesca despoupança do setor público (medida pelas necessidades de financiamento do governo geral) teve que ser financiada por um igualmente gigantesco aumento da poupança privada.

Em artigo ainda não publicado⁽¹⁾, calculei que o aumento da poupança privada em 2020 deve se aproximar de 13 pontos percentuais do PIB. Esse fenômeno, ocorrido em proporções igualmente impressionantes em inúmeras outras economias no corrente ano, é um dos fatos econômicos estilizados mais surpreendentes deste período de pandemia. As duas explicações mais plausíveis para esta reação potente da poupança privada são: a) a restrição sanitária ao consumo de bens e serviços intensivos em contato, num contexto em que a renda privada foi reforçada pelas transferências públicas; b) o aumento do componente precaucional da poupança provocado pela enorme incerteza que se abateu sobre a economia.

Estudos econométricos futuros certamente tentarão decifrar que componentes tiveram peso maior na explicação da explosão da poupança privada em 2020. Porém, por mais cativante que seja o tema, ele é irrelevante para a questão deste artigo. O que importa para o nosso propósito é o fato de que a extraordinária expansão da poupança privada se converteu em aumento do estoque de títulos públicos na carteira do setor privado (diretamente na carteira dos detentores finais, ou indiretamente, através de fundos). De acordo com o Banco Central, a dívida pública mobiliária em mercado (incluindo operações compromissadas) subiu de 63% do PIB no final do ano passado para 73% em outubro último.

Chegamos então ao cerne da questão. Suponhamos que as classes de renda média e alta, que ampliaram seu estoque de poupança, queiram agora transformá-lo em consumo (o que é uma hipótese, no mínimo, duvidosa). Para que isso seja possível, ou seja, para que o setor privado use sua poupança acumulada em 2020 para gastar em consumo em 2021, ele terá que se desfazer dos títulos da dívida pública nos quais sua poupança está aplicada.

Mas isto nos coloca diante da falácia da composição referida no início. Nenhum problema ocorre se um possuidor de títulos públicos vendê-los a outro, caso em que redução da poupança de um corresponderá ao aumento da poupança do outro. Mas se todos tentarem, coletivamente, se desfazer de títulos públicos para consumir bens e serviços, teremos um problema.

A dívida mobiliária pública só pode estar em 3 carteiras: a do setor privado doméstico, a dos investidores estrangeiros e a do Banco Central. Para que os investidores domésticos vendam seus títulos aos investidores estrangeiros, é necessário, como diria Garrincha, “combinar com os russos”. Será plausível contar com uma aquisição significativa (em % do PIB) de títulos públicos, hoje na carteira de investidores domésticos, por investidores estrangeiros no curto prazo?

Resta então, como possibilidade, a compra dos títulos públicos pelo Banco Central, o que resultaria numa expansão gigantesca da base monetária. Considerando que a base monetária no Brasil é atualmente equivalente a 5,8% do PIB, fica evidente que, dada a desproporção entre as duas variáveis (a dívida a ser monetizada e o estoque de moeda atual), esta não parece ser uma hipótese factível.

Poderíamos nos perguntar se numa economia com capacidade ociosa e uma taxa de desemprego de 14,6%, não seria possível promover uma expansão da demanda a partir do mecanismo acima (emissão monetária em grande escala). Mas aqui entra uma outra característica da economia em tempos de pandemia, que deve ser levada em conta. Tanto a enorme capacidade ociosa, quanto o elevadíssimo desemprego, estão concentrados no setor da economia que está interditado pela pandemia. Não é para ele, portanto, que um eventual aumento do consumo se dirigiria, e sim para os setores “liberados”, que se encontram atualmente com dificuldades para elevar sua produção, seja por já terem atingido a plena capacidade, seja pela indisponibilidade de matérias primas.

Em suma, a resposta a pergunta do parágrafo anterior está em outro lugar. O aumento do consumo depende, fundamentalmente, da desinterdição de grandes segmentos do setor de serviços e portanto do fim da pandemia.

(1) Souza, F.E.P (2021). Panem et Circenses: a propósito da macroeconomia da pandemia. A ser publicado em *Brazilian Journal of Political Economy*, volume 41 (2), abril/junho.