

DESENVOLVIMENTO NAS AMÉRICAS

POUPANÇA

PARA O DESENVOLVIMENTO

Como a América Latina e o Caribe podem poupar mais e melhor



Editado por
Eduardo Cavallo
e Tomás Serebrisky



POUPANÇA PARA O DESENVOLVIMENTO

POUPANÇA PARA O DESENVOLVIMENTO

**Como a América Latina e o Caribe
podem poupar mais e melhor**

Editado por

Eduardo Cavallo e Tomás Serebrisky

Banco Interamericano de Desenvolvimento

**Catálogo na fonte fornecida pela
Biblioteca Felipe Herrera do
Banco Interamericano de Desenvolvimento**

Poupança para o desenvolvimento: como a América Latina e o Caribe podem poupar mais e melhor / editado por Eduardo Cavallo e Tomás Serebrisky.

p. cm.

Inclui referências bibliográficas.

978-1-59782-280-0 (Capa mole)

978-1-59782-281-7 (Digital)

1. Saving and investment-Latin America. 2. Saving and investment-Caribbean Area. 3. Finance-Latin America. 4. Finance-Caribbean Area. 5. Economic development-Latin America. 6. Economic development-Caribbean Area. I. Cavallo, Eduardo A. II. Serebrisky, Tomás. III. Banco Interamericano de Desenvolvimento. Departamento de Pesquisa e Economista-Chefe.

HC 130.S3 A36 2016 por.ed.

IDB-BK-159

Copyright © 2016. Banco Interamericano de Desenvolvimento. Esta obra está licenciada sob uma licença Creative Commons IGO 3.0 Atribuição-NãoComercial-SemDerivações (CC BY-NC-ND 3.0 IGO) (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/igo/legalcode>) e pode ser reproduzida com atribuição ao BID e para qualquer finalidade não comercial. Nenhum trabalho derivado é permitido.

Qualquer controvérsia relativa à utilização de obras do BID que não possa ser resolvida amigavelmente será submetida à arbitragem em conformidade com as regras da UNCITRAL. O uso do nome do BID para qualquer outra finalidade que não a atribuição, bem como a utilização do logotipo do BID serão objeto de um contrato por escrito de licença separado entre o BID e o usuário e não estão autorizados como parte desta licença CC-IGO. Note-se que o link fornecido acima inclui termos e condições adicionais da licença.

As opiniões expressas nesta publicação são de responsabilidade dos autores e não refletem necessariamente a posição do Banco Interamericano de Desenvolvimento, de sua Diretoria Executiva, ou dos países que eles representam.



Banco Interamericano de Desenvolvimento
1300 New York Avenue, N.W.
Washington, D.C. 20577 EUA
www.iadb.org

Sumário

Lista de tabelas	vii
Lista de figuras	ix
Lista de quadros	xv
Prefácio	xvii
Agradecimentos	xxiii
Colaboradores	xxvii
1. Poupar para os tempos de bonança	1
2. A situação da poupança na América Latina e no Caribe	25
3. Sistemas financeiros para valorizar a poupança	49
4. Mais e melhor poupança para o investimento produtivo	79
5. Poupança para a estabilidade	115
6. Uma corrida contra o tempo: a demografia da poupança	139
7. Poupar para o futuro: sistemas previdenciários	167
8. Como o governo pode poupar mais e melhor	201
9. A poupança começa em casa	233
10. A produtividade das empresas como um motor da poupança	263

11. Rompendo o círculo vicioso: políticas financeiras para uma poupança de alta qualidade	287
Referências bibliográficas.....	315

Lista de tabelas

Tabela 2.1	Taxas de poupança por setor, 1980–2014 (porcentagem do PIB)	30
Tabela 4.1	Provedores de financiamento privado em projetos de infraestrutura, 2005–14	103
Tabela 4.2	Investimentos adicionais potenciais em infraestrutura usando fluxos de ativos dos fundos de pensão sob gestão (porcentagem do PIB)	108
Tabela 6.1	Idosos com limitações que recebem ajuda em atividades diárias (porcentagem)	143
Tabela 8.1	Subsídios à energia e vazamentos, 2013 (porcentagem do PIB)	215
Tabela 8.2	Gasto em programas sociais (porcentagem do PIB)	217
Tabela 8.3	Indicadores de vazamentos na assistência social (porcentagem do PIB)	218
Tabela 8.4	Gasto com desonerações de IVA de alimentos, medicamentos e habitação e vazamentos associados (porcentagem do PIB)	219
Tabela 9.1	Diferenças de idade entre esposas e maridos (porcentagem de famílias)	239
Tabela B9.1	Mediana de fatores de desconto de longo prazo com viés para o presente	251
Tabela 11.1	Indicadores do mercado de crédito institucional, média 2014–16	290
Tabela 11.2	Cobertura de correspondentes bancários, países selecionados da América Latina e regiões variadas	304

Lista de figuras

Figura B1.1	Relações fundamentais de contabilidade da poupança	9
Figura 2.1	Taxas de poupança interna bruta por região (médias), 1980-2014	28
Figura 2.2	Distribuição das taxas de poupança agregada por região, média 1980-2014	28
Figura 2.3	Taxas de poupança interna bruta na América Latina e no Caribe, média 1980-2014	29
Figura 2.4	Composição da poupança total na região, 1980-2014	31
Figura 2.5	Distribuição das taxas de poupança externa por região, média 1980-2014	32
Figura 2.6	Composição da poupança privada, mundo e América Latina e Caribe	33
Figura B2.1	Definições alternativas de taxas de poupança em relação à definição tradicional	35
Figura 2.7	Taxas de dependência (jovens e idosos) por região	38
Figura 2.8	Taxas de poupança familiar por faixa etária na América Latina e no Caribe	39
Figura 2.9	Taxas de poupança familiar por decis de renda	41
Figura 2.10	Uso da poupança entre famílias da base da pirâmide	44
Figura 3.1	Depósitos do sistema financeiro e ativos sob gestão de diferentes investidores institucionais	52
Figura 3.2	Mediana do sistema bancário, OCDE e países da América Latina e do Caribe	55
Figura 3.3	Inclusão financeira por região	56
Figura 3.4	Tipos de instituições financeiras: número e proporção da poupança como porcentagem do PIB	58

Figura B3.1	Alocação de novas poupanças: setor imobiliário v. bancos	59
Figura B3.2	Poupança canalizada para o setor imobiliário como fração da poupança da cidade e da poupança interna	60
Figura 3.5	Carteira de poupança entre famílias de baixa e média renda	62
Figura 3.6	Fontes e usos de fundos familiares, América Latina v. comparadores	63
Figura 3.7	Porcentagem de famílias com conta bancária, instituições e desigualdade	68
Figura 3.8	Impacto marginal da desigualdade em diferentes grupos de renda	70
Figura 3.9	O processo de aprofundamento financeiro no México	72
Figura 3.10	Instituições financeiras por habitante nos municípios mexicanos em 2012	72
Figura 3.11	Porcentagem de famílias com acesso a instituições financeiras por decil de renda, México	73
Figura 4.1	Formação bruta de capital fixo na América Latina e no Caribe, países de renda alta, baixa e média (porcentagem do PIB)	81
Figura 4.2	Taxas de investimento, poupança interna e poupança externa, média 1980–2014	82
Figura 4.3	Formação bruta de capital fixo por região, 1980–2014	83
Figura 4.4	Formação bruta de capital fixo, média por região, 2000–14	84
Figura 4.5	Poupança interna e investimento doméstico na América Latina e no Caribe e na Ásia emergente, 1980–2014	85
Figura 4.6	Razões de autofinanciamento por região, 1980–2011	87
Figura 4.7	Evolução do investimento em infraestrutura, 1980–2013	91
Figura 4.8	Investimento em infraestrutura por país, 2008–13 (média anual)	93

Figura 4.9	Percepção da qualidade da infraestrutura: comparação regional, 2006-15	93
Figura 4.10	Investimento público em infraestrutura, 1990-2012	95
Figura 4.11	Investimento privado em infraestrutura, 1990-2012	97
Figura 4.12	Mercado de financiamento de infraestrutura	99
Figura 4.13	Evolução da proporção de participação no capital e dívida no financiamento privado de infraestrutura, 2004-14	101
Figura 4.14	Financiamento privado de infraestrutura por tipo de instrumento, 2004-14	102
Figura 4.15	Financiamento privado de infraestrutura no mundo por tipo de instrumento, 2004-14	102
Figura 4.16	Impacto no investimento em infraestrutura de um aumento único nos ativos dos fundos de pensão sob gestão	106
Figura 4.17	Impacto no investimento em infraestrutura de aumentos no fluxo de ativos dos fundos de pensão sob gestão (AG)	107
Figura 5.1	Porcentagem de países que entram em crise externa	120
Figura 5.2	Posições dos passivos externos líquidos: média simples por grupos de países	121
Figura 5.3	Posições dos passivos externos líquidos na América Latina e no Caribe: média simples por grupos de países	121
Figura 5.4	Ativos e passivos externos brutos no mundo: média simples por grupos de países	124
Figura 5.5	Ativos e passivos externos brutos	125
Figura 5.6	Composição dos passivos externos brutos: média simples por grupos de países	129
Figura 5.7	Composição dos ativos externos brutos: média simples por grupos de países	130
Figura 5.8	Índice de Vulnerabilidade da Carteira Externa (EPVI): média simples por grupos de países	131
Figura 5.9	Razão de autofinanciamento: média simples	133
Figura 6.1	Extensão do bônus demográfico	140

Figura 6.2	Perfil etário na América Latina e no Caribe	142
Figura 6.3	Consumo público e privado de saúde ao longo da vida	144
Figura 6.4	Gasto previdenciário atual e futuro	145
Figura B6.1	Taxas de substituição prometidas e acessíveis em sistemas de repartição/benefícios definidos e sistemas de capitalização para aposentados em 2010-15 e 2095-2100	150
Figura B6.2	Taxas de poupança em uma economia aberta	156
Figura 6.5	Porcentagem de trabalhadores que contribuem para a previdência, 1993-2013: população entre 15 e 64 anos	157
Figura 6.6	Porcentagem de trabalhadores que contribuem para a previdência, por renda diária, por volta de 2013	158
Figura 6.7	Porcentagem de trabalhadores que declaram poupança no ano anterior	160
Figura 6.8	Por que os trabalhadores não contribuem para a previdência social?	161
Figura 6.9	Fontes de renda na velhice	163
Figura B7.1	Gasto previdenciário como porcentagem do PIB	171
Figura 7.1	Gasto previdenciário e envelhecimento em países selecionados da América Latina e do Caribe e da OCDE, 2011-13	173
Figura 7.2	Diferença entre contribuições e benefícios em sistemas selecionados de repartição/benefícios definidos	174
Figura 7.3	Carteira de investimentos de fundos privados	182
Figura 7.4	Taxa de retorno real dos fundos de pensão, 2004-14	183
Figura B7.2	Fontes de financiamento para uma renda vitalícia no Chile para aposentados entre 65 e 105 anos	187
Figura 7.5	Cobertura contributiva e não contributiva em 19 países da América Latina e do Caribe, por volta de 2013	194

Figura 7.6	Custos fiscais atuais e futuros da previdência não contributiva na América Latina e no Caribe, 2015–50	195
Figura B8.1	Arrecadação de impostos diretos, indiretos e outras taxas diretas (porcentagem do PIB), 2012	204
Figura B8.2	Arrecadação do imposto de renda das pessoas jurídicas e das pessoas físicas, 2012	205
Figura 8.1	Poupança pública na América Latina e no Caribe	207
Figura 8.2	Composição do aumento médio do gasto público primário, 2007-14 (porcentagem do PIB)	207
Figura 8.3	Comportamento do investimento público na América Latina e no Caribe v. Ásia emergente	207
Figura 8.4	Evolução das despesas correntes e de capital, média da América Latina e do Caribe	208
Figura 8.5	Sensibilidade do gasto ao hiato do produto	210
Figura 8.6	Exemplo de vazamento (erro de inclusão) nos subsídios à eletricidade na Nicarágua	214
Figura 8.7	Desempenho médio no PISA em matemática, leitura e ciências v. proporção de alunos por professor, países da OCDE, 2012	222
Figura 8.8	Salários relativos de professores primários v. PIB per capita, 2011	223
Figura 8.9	Profissionais de saúde por 10.000 habitantes v. esperança de vida ao nascer	224
Figura 8.10	Salário relativo dos profissionais de saúde v. PIB per capita, 2011	225
Figura 8.11	Poupança potencial em gastos selecionados (programas sociais, energia e benefícios fiscais)	226
Figura 8.12	Poupança potencial em educação e saúde	227
Figura 9.1	A falta de confiança como barreira para abrir uma conta bancária formal	235
Figura 10.1	Episódios de aumentos da PTF	265
Figura 10.2	Episódios de aumentos das taxas de poupança	267
Figura 10.3	Previsões das taxas de poupança do modelo neoclássico	270

Figura 10.4	Participação da poupança empresarial na poupança privada	275
Figura 10.5	Financiamento empresarial com poupança própria, Alemanha e países selecionados da América Latina e do Caribe	276
Figura 10.6	Proporção de ativos fixos financiados com poupança, por porte da empresa	277
Figura 10.7	Ativos fixos financiados com poupança e acesso ao crédito	278
Figura 11.1	O círculo vicioso de baixa poupança e intermediação financeira ineficiente	288
Figura 11.2	Diferencial de taxas de juros entre empréstimos e depósitos por região, média 2006-13	289
Figura 11.3	Razões pelas quais as pessoas não têm uma conta bancária formal, por região, 2014	293
Figura 11.4	Penetração das contas de poupança formal, 2011 v. 2014	294
Figura 11.5	Transferências do governo pagas por meio do sistema financeiro	295
Figura 11.6	Poupança por meio de contas formais, 2011 v. 2014	298
Figura 11.7	Penetração e uso de contas móveis	307
Figura 11.8	O círculo virtuoso da poupança alta e da intermediação financeira eficiente	311

Lista de quadros

Quadro 1.1	Definição de poupança e seus componentes	9
Quadro 1.2	As inter-relações entre os componentes da poupança	19
Quadro 2.1	O que é poupança?	26
Quadro 2.2	Taxas de poupança familiar: problemas de mensuração	34
Quadro 2.3	Medindo a poupança familiar diretamente	42
Quadro 3.1	O setor imobiliário residencial na Argentina: um ímã para a poupança	59
Quadro 4.1	Definição de formação bruta de capital fixo	80
Quadro 6.1	Sistemas previdenciários: definição de conceitos	146
Quadro 6.2	Financiamento para enfrentar as mudanças demográficas	149
Quadro 6.3	A produtividade em um mundo que está envelhecendo	155
Quadro 7.1	Quanto é o gasto previdenciário atual?	170
Quadro 7.2	Estudos atuariais independentes obrigatórios	175
Quadro 7.3	Financiamento previdenciário: créditos por mortalidade	186
Quadro 7.4	Poupança familiar e previdência não contributiva	196
Quadro 8.1	O efeito dos impostos na poupança	203
Quadro 9.1	Os genes e a cultura são importantes para a poupança?	250
Quadro 9.2	No Peru, nunca se é jovem demais para poupar	256
Quadro 10.1	Poupança empresarial, informalidade, distorções e má alocação	282

Prefácio

Nas discussões sobre poupança na América Latina e no Caribe, uma crítica comum é que a região não poupa o suficiente. De fato, os dados corroboram essa afirmação: a região poupa de 10 a 15 pontos percentuais do PIB menos do que os países mais dinâmicos da Ásia emergente. No Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) sabemos que entender por que isso ocorre e, acima de tudo, como e em que a América Latina poupa é crucial para o crescimento econômico da região e o bem-estar da sua população. Por esse motivo, decidimos dedicar a edição de 2016 da nossa publicação institucional intitulada *Desenvolvimento nas Américas (DIA)* ao estudo desse tema, propondo, ao mesmo tempo, soluções para esse problema crucial.

Acreditamos que esta publicação chega em um momento oportuno. Após a última crise financeira, os motores do crescimento econômico na América Latina e no Caribe vêm enfraquecendo gradualmente. A região já não pode contar com um ambiente externo favorável e, portanto, é hora de procurar novas fontes internas capazes de impulsionar nossas economias.

A resposta usual para a insuficiência relativa de poupança na região é que o seu impacto no crescimento é baixo, uma vez que, em última análise, os países podem recorrer à poupança externa para financiar as necessidades de investimento da região. Acreditamos que essa visão ignora um aspecto crucial: é muito difícil atrair capital externo em condições favoráveis, quando os próprios latino-americanos não poupam ou investem em seus países. Além disso, na conjuntura atual, com as taxas de juros nos países desenvolvidos em ascensão e o capital cada vez mais escasso, a prescrição de recorrer ao financiamento externo como um paliativo para a nossa baixa poupança é, provavelmente, mais incerta e arriscada do que no passado imediato.

A poupança na América Latina e no Caribe é baixa não apenas em comparação com outras regiões, mas sobretudo em relação às próprias

necessidades de desenvolvimento e melhoria da equidade. O baixo nível de poupança também reforça o nível muito baixo de crescimento da produtividade, uma vez que os recursos escassos gerados a partir da poupança, em sua maioria não são investidos em projetos que aumentariam os níveis de crescimento no longo prazo. Consequentemente, essa alocação não produtiva da poupança impede que a região alcance os níveis de renda e bem-estar dos países mais prósperos.

Por todas essas razões, um dos maiores desafios para a América Latina e o Caribe é aumentar os níveis de poupança de uma forma que seja sustentável e melhore a alocação dessa poupança a atividades mais produtivas, de modo a aumentar a produtividade geral. Todos esses desafios estão intimamente ligados. Não será possível investir mais se não gerarmos os recursos necessários para financiar esse investimento; mas também não será possível sustentar níveis mais elevados de poupança se não gerarmos oportunidades produtivas de investimento.

Uma das principais contribuições desta publicação é centrar a discussão em um arcabouço que permita identificar a origem dos problemas que afetam diferentes atores — famílias, empresas e governos — e propor soluções concretas para cada um deles.

Poupar mais e melhor não é algo que esteja necessariamente associado à recomendação tradicional de proceder a um ajuste fiscal, ou ao recurso tradicional de conceder incentivos fiscais para fomentar certos tipos de poupança. Essa poupança tampouco está associada a políticas públicas paternalistas. O que “poupar mais e melhor” realmente significa é repensar políticas públicas, especialmente na área da seguridade social; aumentar a eficiência do gasto público e atribuir ao investimento um maior peso em relação à despesa corrente na estrutura do gasto público. Também significa eliminar as distorções que afetam o bom funcionamento do sistema financeiro, do mercado de trabalho e dos sistemas fiscal e regulatório.

Não se pode falar de poupança na América Latina e no Caribe sem mencionar o sistema previdenciário. As contribuições previdenciárias são o principal mecanismo pelo qual as pessoas poupam para a aposentadoria. Há muito a região vem debatendo se os sistemas previdenciários devem ser baseados na repartição ou na capitalização. No entanto, esse não é necessariamente o debate mais relevante. Muitos sistemas previdenciários na região, baseados tanto na repartição como na capitalização, enfrentam problemas estruturais que requerem correção imediata. É uma ilusão acreditar que a poupança somente pode ser

gerada por meio de sistemas de capitalização. As transições para esses sistemas também podem gerar grandes custos fiscais que reduzem a poupança interna e, portanto, devem ser cuidadosamente pensadas. No outro extremo, os sistemas de repartição podem e devem aumentar a poupança enquanto são superavitários, a fim de assegurar sua sustentabilidade no longo prazo e garantir a geração de retornos adequados. Isso, por sua vez, exige que a gestão desses sistemas seja estritamente profissional e livre de interferência política.

Atualmente, o debate não deve estar centrado em saber se os sistemas previdenciários devem ser de repartição ou de capitalização, mas sim no fato de que menos da metade da população da América Latina contribui para algum tipo de sistema previdenciário. Isso reflete sérios problemas no funcionamento dos mercados de trabalho da região, a começar pelos altos níveis de informalidade. É urgente voltar o foco do debate para as reformas que podem ajudar todos os sistemas previdenciários a melhorar a cobertura e aumentar a poupança. A população está envelhecendo rapidamente e, a menos que sejam tomadas medidas agora, não haverá recursos para atender às necessidades crescentes desse segmento populacional.

Outro tema importante tratado nesta publicação é o fato de que na América Latina e no Caribe a poupança, além de escassa, não é efetivamente canalizada para a economia. Isso resulta em parte da falta de instrumentos para a poupança de longo prazo, dado o subdesenvolvimento dos nossos mercados financeiros. Um exemplo desse problema é a falta de instrumentos de investimento que permitam canalizar poupança pública e privada para a infraestrutura. Na América Latina e no Caribe, há uma lacuna significativa de investimento em infraestrutura: transportes, redes de telefonia, geração e distribuição de energia e água potável, entre outros setores. Essa lacuna limita o crescimento no longo prazo, uma vez que se o investimento for bem planejado e executado, os retornos do investimento em infraestrutura são muito altos e incentivam o investimento privado na economia. No entanto, hoje é difícil canalizar a poupança interna para a infraestrutura, já que não há instrumentos para fazê-lo. Para promover esse processo, é preciso adaptar o marco regulatório ao investimento em infraestrutura, de modo a gerar os mecanismos e veículos necessários para eliminar os gargalos hoje existentes na região.

Apesar dos avanços das últimas décadas, os sistemas financeiros da América Latina e do Caribe ainda são pequenos, caros e ineficientes.

Não é de surpreender, portanto, o fato de muitas famílias não usarem esses sistemas financeiros como veículo preferido para poupar, e de as empresas enfrentarem problemas significativos para obter financiamento a taxas e prazos razoáveis. A poupança baixa é a outra face da escassez de crédito, e a má alocação desse crédito é, por sua vez, produto das ineficiências na operação dos sistemas financeiros. Expandir o uso dos sistemas financeiros e, sobretudo, promover a poupança por meio de sistemas financeiros formais requer o desenvolvimento de uma cultura de poupança. Esse esforço deve ser apoiado por intervenções que, por um lado, ajudem a reduzir os custos de operar com o sistema financeiro e aumentar os retornos para os poupadores e, por outro, contribuam para mitigar os problemas que afastam famílias e empresas dos bancos. Um desses problemas é a falta de confiança. Ninguém pode culpar aqueles que foram prejudicados no passado por recorrentes crises financeiras que dizimaram as suas poupanças. No entanto, atualmente os sistemas financeiros em geral são muito mais sólidos, em parte porque aprenderam as lições de crises passadas. A falta de confiança, hoje, está mais relacionada com o desconhecimento de como os bancos operam, bem como das vantagens e oportunidades — e dos riscos — envolvidos no uso de sistemas financeiros formais. A educação financeira, particularmente em uma idade precoce, quando a capacidade cognitiva ainda está em desenvolvimento, representa uma boa oportunidade para fomentar uma cultura de poupança.

Na área fiscal, a boa notícia é que a região tem enormes oportunidades para melhorar a prestação de serviços públicos com menos recursos. Isso poderia gerar uma poupança significativa, sem a necessidade de recorrer a receitas de ajuste fiscal tradicionais que se traduzem em aumentos de impostos e redução de gastos. O que falta, agora, é redirecionar o gasto público, colocando mais ênfase no investimento que, no passado, se viu negligenciado. Por sua vez, há margem para aumentar a poupança pública, com a eliminação de resíduos ou desperdícios no gasto relacionado com subsídios, despesas fiscais e programas de assistência social. Esses esforços podem complementar-se mutuamente, aumentando a eficiência do gasto em setores como saúde e educação. Esta publicação apresenta novos dados que permitem aos formuladores de políticas identificar fontes de desperdícios e oportunidades para aumentar a eficiência do gasto.

Esta publicação não pretende ser uma receita de boas práticas ou indicar um único caminho que todos os países devem seguir. Cada país

é único e, em cada caso, a ênfase deve recair sobre os aspectos que são mais relevantes. O objetivo deste estudo é conscientizar servidores públicos, empresários e trabalhadores de que promover a poupança — e, particularmente, o uso eficiente dos recursos gerados por meio da poupança — é parte essencial da solução para os problemas de baixo crescimento, escassez de investimento e necessidades crescentes de uma população que envelhece rapidamente. Aumentar e melhorar a poupança é o caminho rumo a uma região mais estável e confiável, em que a falta de capital já não é mais uma restrição ao desenvolvimento econômico e social.

Luis Alberto Moreno

Presidente

Banco Interamericano de Desenvolvimento

Agradecimentos

Desenvolvimento nas Américas (DIA) é a principal publicação do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID). Esta edição foi produzida sob a direção de Eduardo Cavallo, economista líder do Departamento de Pesquisa, e Tomás Serebrisky, assessor econômico do Setor de Infraestrutura e Meio Ambiente.

Este livro não teria sido possível sem o excepcional trabalho editorial de Rita Funaro, coordenadora de publicações do Departamento de Pesquisa, que trabalhou incansável e pacientemente para traduzir conceitos técnicos complexos em uma linguagem acessível a um público mais amplo. Rita tornou este livro possível, e muito, muito melhor. Para tanto, contou com o auxílio de Cathleen Conkling-Shaker, Nancy Morrison, Matías Marzani e Jaime Ramírez Cuellar. John Dunn Smith editou vários documentos de apoio e notas técnicas relacionadas com esta publicação.

Orazio Attanasio, Peter Montiel e Klaus Schmidt-Hebbel colaboraram como assessores externos. Sua assessoria em todas as fases deste livro foi inestimável.

Santiago Levy, vice-presidente de Setores e Conhecimento; José Juan Ruiz, economista-chefe e gerente geral do Departamento de Pesquisa; e Andrew Powell, assessor principal do Departamento de Pesquisa, ofereceram orientação constante e assessoria técnica ao longo da vida deste projeto. O Comitê de Programação da Diretoria do BID também colaborou com comentários e sugestões valiosos.

Os principais autores de cada capítulo individual foram:

Capítulo 1 Eduardo Cavallo e Tomás Serebrisky

Capítulo 2 Eduardo Cavallo, Verónica Frisancho
e Jonathan Karver

Capítulo 3 Andrew Powell e Eduardo Cavallo

- Capítulo 4 Tomás Serebrisky, Diego Margot e Ancor Suárez-Alemán
Capítulo 5 Eduardo Fernández-Arias, Eduardo Cavallo
e Matías Marzani
Capítulo 6 Solange Berstein, Mariano Bosch e María Laura Oliveri
Capítulo 7 Solange Berstein e Mariano Bosch
Capítulo 8 Alejandro Izquierdo
Capítulo 9 Verónica Frisancho
Capítulo 10 Matías Busso, Andrés Fernández e César Tamayo
Capítulo 11 César Tamayo e Eduardo Cavallo

Carola Pessino é a autora do quadro sobre tributação e poupança (quadro 8.1). A ela, uma palavra especial de gratidão por emprestar sua experiência e seus conhecimentos nesse tema tão importante quanto complexo.

Nosso agradecimento especial a Aglae Parra, coordenadora administrativa deste projeto, pelo enorme esforço e apoio administrativo. Outros membros da equipe administrativa também prestaram apoio inestimável durante o ciclo de vida do projeto, em especial Mónica Bazán, Beatriz Contreras, Myriam Escobar-Genes, David Gómez, Elton Mancilla, Sofía Meléndez, Mariela Semidey e Federico Volpino.

A Javier Caicedo, Camila Fonseca Sarmiento, Melany Gualavisi, Jonathan Karver, Pamela Mendoza, Liu Mendoza Pérez, Mathieu Pedemonte, Dario Romero Fonseca, Mariano Sosa, María Laura Oliveri e Juan Miguel Villa, agradecemos o excelente apoio na pesquisa. Matías Marzani e Jaime Ramírez Cuellar merecem um reconhecimento especial por sua dedicação a este projeto.

Pablo Bachelet, Carlos Gerardo Molina e Kyle Strand contribuíram imensamente para a estratégia de comunicação e divulgação.

Muitas outras pessoas ofereceram seus insumos técnicos para a elaboração deste relatório, dentre elas Joshua Aizenman, Jorge Alonso, S. Gabriela Andrade, Raúl Andrade, Gabriela Aparicio, Martín Ardánaz, Edna Armendáriz, Daniel Artana, Viviane Azevedo, Nick Barr, Alberto Barreix, Ricardo Bebczuk, Óscar Becerra, Juan Luis Bour, Rodrigo Cerda, Juan José Cruces, Fernando de Olloqui, Edgardo Demaestri, Víctor Dumas, Barry Eichengreen, Emilio Espino, Antonio Estache, Vicente Fretes, Rodrigo Fuentes, Lourdes Gallardo, Néstor Gandelman, Gustavo García, Martín González-Rozada, Catalina Granda Carvajal, Werner Hernani, Diego Herrera Falla, Ayse İmrohoroğlu, Luis Carlos Jemio, Enrique Kawamura, Juan Ketterer, Mariano Lafuente, Carlos Madeira, Ángel

Melguizo, Alejandro Micco, Alejandro Morduchovicz, Oscar Natale, Fernando Navajas, Sergio Navajas, Andrés Neumeyer, Ilan Noy, Carmen Pagés, Mónica Panadeiros, Ugo Panizza, Diana Pinto, Lucas Ronconi, Gabriel Sánchez, Alfredo Schclarek Curuchet, Miguel Socías, Marco Stampini, Nuria Susmel, Miguel Székely, José Tessada, Jorge Tovar, Verónica Trujillo, Patricio Valenzuela, Fermín Vivanco e Rodrigo Wagner.

As opiniões expressas nesta publicação são de responsabilidade dos autores e não refletem necessariamente a posição do Banco Interamericano de Desenvolvimento, de sua Diretoria ou de seus assessores técnicos.

Colaboradores

Solange Berstein, natural do Chile, é Doutora em Economia pela Universidade de Boston e especialista principal da Unidade de Mercados de Trabalho e Seguridade Social do Banco Interamericano de Desenvolvimento.

Mariano Bosch, natural da Espanha, é Doutor em Economia pela London School of Economics e economista chefe da Unidade de Mercados de Trabalho e Seguridade Social do Banco Interamericano de Desenvolvimento.

Matías Busso, natural da Argentina, é Doutor em Economia pela Universidade de Michigan e pesquisador chefe do Departamento de Pesquisa do Banco Interamericano de Desenvolvimento.

Eduardo Cavallo, cidadão da Argentina e dos Estados Unidos, é Doutor em Políticas Públicas pela Universidade de Harvard e economista pesquisador chefe do Departamento de Pesquisa do Banco Interamericano de Desenvolvimento.

Eduardo Fernández-Arias, natural do Uruguai, é Doutor em Economia pela Universidade da Califórnia em Berkeley e economista principal do Departamento de Pesquisa do Banco Interamericano de Desenvolvimento.

Andrés Fernández, natural da Colômbia, é Doutor em Economia pela Universidade Rutgers e economista pesquisador do Departamento de Pesquisa do Banco Interamericano de Desenvolvimento.

Verónica Frisancho, natural do Peru, é Doutora em Economia pela Universidade Estadual da Pensilvânia e economista pesquisadora sênior do Departamento de Pesquisa do Banco Interamericano de Desenvolvimento.

Alejandro Izquierdo, natural da Argentina, é Doutor em Economia pela Universidade de Maryland e assessor sênior do Departamento de Pesquisa do Banco Interamericano de Desenvolvimento.

Jonathan Karver, cidadão mexicano e dos Estados Unidos, é Mestre em Economia pelo Instituto Tecnológico Autônomo de México (ITAM) e pesquisador do Departamento de Pesquisa do Banco Interamericano de Desenvolvimento.

Diego Margot, natural da Argentina, é Doutor em Economia pela Universidade de Illinois em Urbana-Champaign e economista do Setor de Infraestrutura e Meio Ambiente do Banco Interamericano de Desenvolvimento.

Matías Marzani, natural da Argentina, é pós-graduado em Economia pela Universidade Torcuato di Tella (UTDT) e pesquisador do Departamento de Pesquisa do Banco Interamericano de Desenvolvimento.

María Laura Oliveri, natural da Argentina, é Mestre em Economia pela Universidad Nacional de la Plata, Argentina, e consultora da Unidade de Mercados de Trabalho e Seguridade Social do Banco Interamericano de Desenvolvimento.

Carola Pessino, natural da Argentina, é Doutora em Economia pela Universidade de Chicago e especialista principal da Divisão de Gestão Fiscal e Municipal do Banco Interamericano de Desenvolvimento.

Andrew Powell, natural do Reino Unido, é Doutor em Economia pela Universidade de Oxford e assessor principal do Departamento de Pesquisa do Banco Interamericano de Desenvolvimento.

Tomás Serebrisky, natural da Argentina, é Doutor em Economia pela Universidade de Chicago e assessor econômico do Setor de Infraestrutura e Meio Ambiente do Banco Interamericano de Desenvolvimento.

Ancor Suárez Alemán, natural da Espanha, é Doutor em Economia pela Universidade de Las Palmas de Gran Canaria e economista do Setor de Infraestrutura e Meio Ambiente do Banco Interamericano de Desenvolvimento.

César Tamayo, natural da Colômbia, é Doutor em Economia pela Universidade Rutgers e economista pesquisador da Divisão de Mercados de Capital e Instituições Financeiras do Setor de Instituições para o Desenvolvimento do Banco Interamericano de Desenvolvimento.

1 Poupar para os tempos de bonança

Por que as pessoas — e os países — devem poupar? A resposta típica geralmente reside na necessidade de se proteger contra choques futuros, de equilibrar o consumo nas horas difíceis; em suma, de poupar para os tempos de “vacas magras”. Este livro aborda a pergunta de uma perspectiva um pouco diferente. Embora poupar para sobreviver aos tempos difíceis seja fundamental, o que realmente importa é poupar para prosperar nos tempos de bonança. As pessoas devem poupar para investir na sua própria saúde e educação, bem como na de seus filhos, para viver uma vida produtiva e plena e terminar os seus dias com conforto e tranquilidade. As empresas devem poupar para que se tornem produtivas e empreguem mais trabalhadores em melhores funções, capazes de produzir bens de qualidade para os mercados nacional e internacional. Os governos devem poupar para construir pontes, estradas e aeroportos que sirvam de apoio para uma economia produtiva, a fim de prestar serviços de qualidade tais como educação, saúde, água e saneamento aos seus cidadãos e assegurar aos seus idosos uma aposentadoria digna, livre de preocupações. Em suma, os países devem poupar para os tempos de bonança, quando todos podem desfrutar os benefícios do crescimento, da prosperidade e do bem-estar.

Para viabilizar a chegada desses tempos de bonança, este livro argumenta que a América Latina e o Caribe precisam poupar mais e melhor. Sustenta que a poupança na região é muito baixa e que a poupança existente pode ser usada de forma mais eficiente para maximizar o crescimento e o desenvolvimento. O objetivo desta publicação é gerar conscientização no que se refere à necessidade urgente de promover o aumento e a qualidade da poupança para resolver vários dos problemas mais prementes da região, entre eles baixo crescimento, baixas taxas de investimento e a necessidade cada vez maior de cuidar de uma população que está envelhecendo.

Por que os países devem se preocupar com o quanto poupam? Ora, se as economias sempre podem se endividar no exterior, as taxas de poupança interna não deveriam importar. No entanto, o crédito externo pode ser mais oneroso e aumentar o risco de crises. Os fluxos financeiros internacionais são voláteis, e a história mostra que se esgotam exatamente quando são mais necessários. A América Latina e o Caribe conhecem bem a turbulência cambial e financeira gerada pela dívida externa. Importar poupança do exterior está longe de ser um substituto perfeito para impulsionar a poupança interna.

Em vista das restrições do endividamento externo, países que poupam mais também investem mais. Em outras palavras, há uma associação positiva entre poupança interna e investimento doméstico (investimento na economia real e não investimento puramente financeiro). Do ponto de vista das políticas públicas, vale a pena entender qual impulsiona qual: se uma poupança maior gera mais investimento real ou se melhores oportunidades de investimento geram aumentos de poupança. Este livro argumenta que a causalidade funciona nos dois sentidos ou, mais precisamente, que a América Latina e o Caribe sofrem de dois problemas que se reforçam mutuamente: baixa oferta de poupança e fraca demanda de investimento. Para resolver esses problemas e romper o ciclo vicioso entre ambos, são necessárias políticas orquestradas e objetivas, destinadas a aumentar a poupança e o investimento.

Poupança: a soma de suas partes

A poupança interna é a soma de todas as decisões de poupança individuais dos agentes da economia: famílias, empresas e entidades governamentais. Embora uma análise macroeconômica seja instrutiva, em última análise as decisões de poupança são tomadas por indivíduos e refletem as informações de que estes dispõem, bem como as inúmeras considerações da vida real que podem influenciar o seu comportamento. Para entender plenamente o problema da poupança, é indispensável decompor e analisar como a poupança gerada por famílias, empresas e entidades governamentais é agregada e canalizada para a economia.

O sistema financeiro desempenha o papel de intermediário: movimenta os recursos daqueles que poupam para aqueles que precisam desses recursos para investir. Sistemas financeiros pequenos e ineficientes, como os da América Latina e do Caribe, geram altos custos para os serviços financeiros que, por sua vez, deprimem tanto a poupança

(reduzindo os retornos efetivos para os poupadores) como o investimento (aumentando o custo do crédito para os mutuários). Nesses contextos, as famílias que não têm acesso a bons instrumentos financeiros de poupança podem optar por poupar de outras maneiras — acumulando dinheiro vivo ou joias, comprando bens duráveis ou investindo na empresa familiar — que podem não ser as mais produtivas. Esses mecanismos reduzem a eficiência coletiva com que as poupanças existentes são usadas. Um bom sistema financeiro não apenas mobiliza a poupança, mas também a agrega e distribui de forma eficiente para financiar projetos com retornos mais altos. Se esse mecanismo de intermediação falha, a economia como um todo e os indivíduos e as empresas que a integram perdem. Uma intermediação financeira eficiente atua como estímulo para poupar mais e garante que a poupança seja usada de forma mais produtiva, apoiando o crescimento e o desenvolvimento.

Apesar da desregulamentação financeira e das reformas das últimas décadas, os sistemas financeiros da América Latina e do Caribe ainda são muito superficiais em relação aos padrões internacionais. Embora a mediana do sistema bancário na região tenha crescido a ponto de destinar aproximadamente 30% do PIB a empréstimos ao setor privado, esse nível continua sendo muito inferior à mediana dos sistemas bancários das economias da OCDE e da Ásia emergente, que destinam cerca de 80% e 100% do PIB a empréstimos ao setor privado, respectivamente.

As famílias da região, especialmente as de menor renda, têm acesso limitado a instrumentos financeiros adequados para poupar, enfrentam custos relativamente altos para acessar e usar os instrumentos disponíveis e, muitas vezes, não confiam no sistema bancário formal. Como resultado, poupam menos do que poderiam; ou, quando poupam, o fazem por intermédio de veículos não financeiros.

A falta de desenvolvimento e cobertura dos sistemas previdenciários na região é outra limitação séria para a poupança. Menos da metade da população da América Latina e do Caribe poupa para a sua aposentadoria por meio de um sistema previdenciário contributivo. As famílias simplesmente não poupam o suficiente para a aposentadoria e não compensam esse déficit por meio de outros mecanismos. Essa situação é uma crise em formação, que se acirrará à medida que a região inevitavelmente envelhecer. Os sistemas previdenciários em geral não conseguiram preparar os países para a transição demográfica em curso em suas sociedades. Além da baixa cobertura previdenciária, a ampla informalidade do trabalho, o analfabetismo financeiro generalizado e a

falta de confiança nos sistemas financeiros constituem um sério obstáculo para a poupança familiar.

No caso das empresas, as decisões de poupar estão estreitamente ligadas às suas necessidades de investimento. As empresas poupam (i.e., retêm lucros) porque os fundos próprios são mais baratos, ou seja, estão isentos dos custos de intermediação do crédito bancário. Quando o custo do crédito externo é demasiadamente alto, o autofinanciamento pode ser o único caminho viável para que as empresas financiem investimentos. Mas quando as empresas não dispõem de lucros retidos ou de crédito externo suficientes — na forma e na quantidade de que necessitam — perdem oportunidades de investimento produtivas. O fim das distorções nos mercados financeiros que impedem o acesso das empresas ao financiamento de que necessitam, a um custo razoável, lhes permitiria implementar projetos de investimento produtivos com altas taxas de retorno. Isso, por sua vez, estimularia a poupança, já que tanto as famílias como as empresas procurariam poupar mais para se beneficiar de retornos mais altos de investimentos.

Distorções nos mercados de trabalho e de produtos também resultam na má alocação de recursos econômicos e, portanto, limitam o aumento da produtividade. Inúmeras empresas pequenas, informais e improdutivas na América Latina e no Caribe operam escoradas em custos de insumos mais baixos e preços de produtos mais elevados, devido a impostos e regulações cujo cumprimento não é fiscalizado. A eliminação dessas distorções preexistentes colocaria todos em pé de igualdade, melhoraria o ambiente de negócios, estimularia o investimento e, conseqüentemente, a poupança.

As entidades governamentais também poupam. A literatura de economia política está repleta de teorias que tentam explicar por que os governos consomem muito e poupam e investem pouco. Governos com horizontes de curto prazo tendem a se esquivar de investimentos de longo prazo. Governos com receitas extraordinárias (resultantes, digamos, de explosões nos preços das *commodities*) poderiam ver-se tentados a distribuir os recursos entre seu eleitorado hoje, em vez de correr o risco de que outros o façam de forma diferente amanhã. A esse problema soma-se o fato de que os governos tendem a gastar de forma ineficiente. Subsídios e/ou programas sociais de transferência podem estar mal direcionados, ou a qualidade do gasto pode ser baixa. Essas ineficiências geram um gasto público excessivo. Reduzir as ineficiências do gasto equivaleria a aumentar a poupança pública: mais

dinheiro seria liberado para investimentos de melhor qualidade e mais produtivos.

Os obstáculos e as distorções para que famílias, empresas e governos poupem afetam a eficiência com que a poupança disponível é usada. A ausência de instrumentos de poupança de longo prazo pode afastar os investimentos de projetos com horizontes longos, necessários para impulsionar a produtividade e o crescimento da economia.

Um exemplo concreto é o investimento em projetos de infraestrutura como portos, estradas, ferrovias, energia elétrica, redes de comunicação e água e saneamento. A América Latina e o Caribe sofrem com o duplo problema de infraestrutura física de baixa qualidade e investimento anual insuficiente para fechar a lacuna de infraestrutura. A região precisa aumentar o investimento entre 2 e 4 pontos percentuais do PIB por ano, durante décadas, para eliminar essa restrição ao crescimento. O baixo nível de poupança interna limita o financiamento disponível para a construção e manutenção de infraestrutura produtiva. Por outro lado, uma infraestrutura deficiente resulta na prestação inadequada de serviços como água potável, saneamento, saúde, comunicações, transporte e até mesmo segurança pública. Essas deficiências impedem que as famílias desfrutem da vida produtiva e saudável a que aspiram, além de retardar a possibilidade de que empreendedores com boas ideias ampliem seus negócios e agreguem capital e empregos de alta produtividade à economia.

A poupança também é importante para o cotidiano das pessoas. Famílias que não poupam — ou que poupam principalmente por meio de mecanismos informais — geralmente têm mais dificuldade para enfrentar choques, tais como perda de emprego ou doenças; é mais difícil para elas investir em educação ou outras formas de capital humano; e não dispõem de reservas para superar tempos difíceis (suavizando o consumo). Para muitas pessoas, é extremamente difícil poupar quando estão lutando para equilibrar o orçamento. No entanto, as famílias de baixa renda precisam de instrumentos de poupança adequados; o problema é que eles não estão disponíveis.

Some-se a todas essas necessidades prementes o fato de que a população da América Latina e do Caribe está envelhecendo rapidamente. Durante as quatro últimas décadas, a maioria dos países da região se beneficiou de um bônus na forma de um aumento da população em idade ativa. Um contingente maior de trabalhadores facilitou a tarefa de cuidar de um grupo relativamente menor de pessoas idosas por meio

de transferências intergeracionais (quer por meio arranjos familiares ou, em menor medida, de pensões). Esse bônus terminou agora em muitos países, ou terminará muito em breve para os demais. O envelhecimento populacional alimentará a demanda de recursos para suprir as necessidades crescentes de um grupo cada vez maior de idosos. O desafio dos governos é assegurar a mobilização da poupança agora. As alternativas são realmente desalentadoras: extrair mais recursos de uma população em idade ativa cada vez menor por meio de impostos significativamente mais altos, ou enfrentar o desafio moral de condenar uma grande parte da população idosa a viver na pobreza. Como o envelhecimento da região é inevitável, poupar agora é um antídoto para a crise iminente do envelhecimento.

Por que preocupar-se com a poupança interna?

A poupança interna é o veículo pelo qual a região pode se tornar estável e confiante no próprio futuro. No entanto, os países da América Latina e do Caribe estão distantes desse objetivo, uma vez que poupam menos de 20% da sua renda nacional. Por outro lado, os países de alto crescimento do Leste Asiático poupam aproximadamente 35% da renda nacional. A América Latina e o Caribe poupam menos do que qualquer região do mundo, exceto a África Subsaariana. Ao mesmo tempo, as taxas de investimento são mais baixas do que seria necessário para sustentar altas taxas de crescimento econômico¹. A região não está poupando o suficiente, hoje, para um amanhã melhor e mais brilhante.

Mas será que os países podem suprir as baixas taxas de poupança interna importando poupança do exterior? Não exatamente. Poucos países têm sido capazes de importar poupança por períodos prolongados de tempo sem sofrer reveses abruptos ou sem incorrer em graves problemas de endividamento externo que levam a crises financeiras recorrentes. A volatilidade relacionada com a crise gera desincentivos para poupar localmente, uma vez que o valor real da poupança geralmente cai após as crises. As pessoas, naturalmente, querem proteger o valor real de suas suadas economias. Assim, elas muitas vezes canalizam a poupança para o exterior, adquirem bens duráveis ou aumentam o consumo em vez de investir localmente quando há muita volatilidade. A alta volatilidade também pode desencorajar os estrangeiros a conceder empréstimos a prazos mais longos e custos mais baixos. Instala-se, assim, um ciclo negativo em que a escassa poupança interna alimenta

a necessidade de mais poupança externa — cada vez mais difícil de ser atraída —, aumenta os custos do crédito externo e induz à fragilidade e a crises financeiras, reproduzindo, assim, o ciclo de instabilidade. Mobilizar a poupança interna ajudaria a romper o ciclo e a colocar em movimento a dinâmica inversa. A poupança externa pode ser um complemento necessário e útil da poupança interna, mas está longe de ser um substituto perfeito.

De quem é a culpa pela escassez de poupança?

Fatores demográficos — como a relação entre o número de pessoas em idade ativa e a população em idade não ativa em um país, em um determinado momento — influem na poupança. Mas será que os fatores demográficos devem ser culpados pelas baixas taxas de poupança da região? A resposta é não. A partir da década de 1960, a região embarcou em uma transição demográfica favorável à poupança (com taxas de dependência decrescentes), muito parecida com a de países asiáticos com grandes volumes de poupança. Em 1965, para cada 100 pessoas em idade ativa havia 90 dependentes, jovens ou idosos; atualmente, há menos de 50. No entanto, ao contrário da Ásia, as taxas de poupança interna da América Latina não têm aumentado de forma significativa. Se os fatores demográficos favoráveis tivessem sido plenamente explorados, a taxa média de poupança na América Latina e no Caribe seria mais alta cerca de oito pontos percentuais do PIB².

Vários fatores não demográficos impediram o aumento das taxas de poupança na região, a despeito do bônus demográfico. Um desses fatores é a ausência de instrumentos de poupança adequados. Os eternos problemas da falta de confiança nas instituições financeiras e os elevados custos de fazer negócios com os bancos desestimulam as famílias a colocar suas economias em instituições financeiras formais. Apenas cerca de 16% da população adulta da América Latina e do Caribe declara ter poupança em um banco, em comparação com 40% na Ásia emergente e 50% nas economias avançadas³. Em vez disso, as famílias da região — especialmente aquelas relativamente mais pobres — poupam mais por meio de mecanismos informais, ou simplesmente desistem completamente de poupar.

Outro fator que tem deprimido a poupança é a situação dos sistemas previdenciários da região. Esses sistemas cobrem menos da metade da população, e muitos enfrentam desafios de sustentabilidade

no longo prazo. A maioria das pessoas na América Latina e no Caribe não poupa por meio dos sistemas previdenciários, ou não o fazem durante um número de anos suficiente para ter direito a uma aposentadoria contributiva ao término de sua vida profissional. É importante ressaltar que essa falta de contribuição tampouco é compensada por um aumento da poupança voluntária. A crise da previdência na América Latina e no Caribe é efetivamente um problema de poupança, com implicações sociais graves.

A política fiscal também tem sido um empecilho para a poupança na região. As finanças públicas padecem de dois problemas antigos que continuam, em grande parte, sem solução, e têm um impacto direto na poupança pública. Primeiramente, a composição do gasto público está mais voltada para as despesas correntes (consumo) do que para o investimento público (poupança). Incentivos distorcidos produzem um viés no gasto público na direção das despesas correntes, distanciando-o do investimento em capital ao longo do ciclo econômico. Em tempos de bonança, os incentivos da economia política estimulam os governos a aumentar o gasto de maneira geral. Em tempos difíceis, tende a ser politicamente mais conveniente para os governos cortar (ou adiar) planos de investimento do que reduzir outras despesas. Por exemplo, o gasto total na América Latina e no Caribe entre 2007 e 2014 aumentou consideráveis 3,7% do PIB. No entanto, mais de 90% desse aumento destinou-se a despesas correntes, e apenas 8% ao investimento público de longo prazo.

Em segundo lugar, há vazamentos consideráveis em diferentes áreas do gasto público como assistência social, despesas fiscais e subsídios à energia, que totalizam uma média de aproximadamente 2% do PIB na região. Além disso, as ineficiências nos gastos em saúde e educação equivalem, em média, a cerca de 1% do PIB. Esses vazamentos e essas ineficiências constituem, essencialmente, poupança pública perdida. Em tempos de bonança, ninguém presta muita atenção a essas ineficiências, que se escondem atrás de resultados fiscais positivos estampados nas manchetes da mídia. Mas quando as receitas fiscais caem, essas ineficiências aparecem.

A taxação também afeta diretamente a poupança, uma vez que a receita fiscal é um dos componentes da poupança pública (ver quadro 1.1). E afeta indiretamente a poupança por meio dos incentivos que oferecem a indivíduos e empresas para que poupem. A evasão fiscal generalizada na região é um problema em ambas as frentes: reduz as

receitas fiscais e distorce os incentivos daqueles que cumprem em relação aos que não cumprem. A evasão fiscal equivale, em média, a aproximadamente 52% da arrecadação fiscal potencial da América Latina, ou seja, cerca de metade das receitas potenciais com impostos é perdida devido à evasão fiscal⁴.

QUADRO 1.1. DEFINIÇÃO DE POUPANÇA E SEUS COMPONENTES

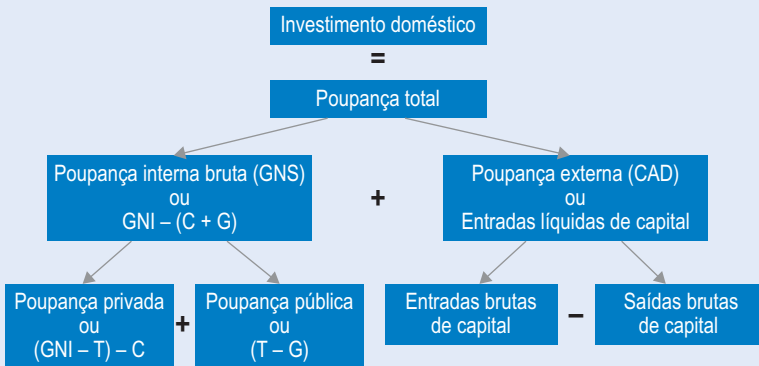
A poupança total de uma economia é a renda nacional corrente que não é consumida. Portanto, é igual ao investimento doméstico (real). Por sua vez, a poupança total pode ser dividida em poupança interna e externa. A poupança interna é a soma da poupança familiar e empresarial, mais a poupança dos órgãos do setor público. A poupança externa é o fluxo de capital líquido que entra na economia (ou seja, o endividamento externo líquido). A figura B1.1 ilustra essas relações fundamentais de contabilidade.

A poupança total tem dois componentes principais: a poupança interna bruta (GNS, na sigla em inglês) e a poupança externa (CAD, na sigla em inglês).

A poupança nacional bruta é a renda nacional (renda nacional bruta ou GNI, na sigla em inglês) menos o consumo privado e público (C e G, respectivamente). A poupança privada é GNI menos impostos (T), menos consumo privado (C). A poupança pública é impostos (T) menos consumo público (G).

A poupança externa é igual ao déficit em conta corrente no balanço de pagamentos (CAD, na sigla em inglês). Esse é o valor líquido entre as entradas brutas de capital na economia (definidas como as mudanças no estoque de passivos internacionais) e saídas brutas de capital da economia (definidas como mudanças no estoque de ativos estrangeiros dos residentes).

Figura B1.1 Relações fundamentais de contabilidade da poupança



Nota: C = consumo privado; CAD = déficit em conta corrente; G = consumo público; GNI = renda nacional bruta; T = impostos.

Muitos países da região impõem uma elevada carga fiscal aos contribuintes que cumprem, mas arrecadam relativamente pouco em receitas fiscais (como percentual do PIB). Essa é a pior combinação possível para a poupança: um sistema fiscal que impõe taxas de impostos muito elevadas (distorcendo, assim, as decisões de poupança privada) e arrecada muito pouco (portanto, não acrescentando muito à receita pública e, potencialmente, tampouco à poupança pública). Essa anomalia é agravada na região pelos tipos de impostos que são pagos e por quem os paga. Por exemplo, considerando-se todos os impostos sobre os lucros das empresas (impostos sobre o volume de negócios, impostos sobre as operações financeiras e impostos sobre a folha de pagamentos), a carga fiscal de uma empresa formal típica na América Latina atinge quase 51% dos lucros, em comparação com apenas 28% na Ásia emergente e cerca de 41% nas economias avançadas⁵.

Distorções nos mercados financeiros, tais como o alto custo de fazer cumprir contratos ou a falta de informações sobre a solvabilidade de potenciais tomadores de crédito, aumentam o custo do crédito para as empresas produtivas. Isso limita a capacidade das empresas de investir e crescer com bons projetos de investimento. O resultado é uma má alocação de recursos econômicos e uma menor produtividade agregada. Isso, por sua vez, gera desincentivos para poupar, já que uma economia com baixo aumento de produtividade é essencialmente uma economia em que o retorno da poupança e do investimento também é baixo. Distorções que extrapolam os mercados financeiros também são importantes para o aumento da produtividade e para a poupança. Mercados de trabalho distorcidos por altos níveis de informalidade, regulações de políticas sociais ineficientes ou desiguais, regimes fiscais especiais, ou uma combinação desses fatores, alteram a rentabilidade privada de projetos de investimento e levam a investimentos socialmente ineficientes. A eliminação dessas distorções aumentaria a produtividade, o investimento e a poupança.

Como promover poupança para o desenvolvimento

Este livro descreve como aumentar a poupança para o futuro, de forma sustentável. Uma agenda abrangente para mobilizar a poupança combina políticas públicas que estimulam a poupança diretamente – tais como medidas relacionadas com a política fiscal e a previdência – com políticas que atuam de forma indireta, removendo os obstáculos que impedem os agentes de poupar e, especialmente, de fazê-lo de forma

eficiente, apoiando o crescimento econômico e o bem-estar. Melhorar a eficiência no uso da poupança também significa eliminar as distorções que desperdiçam recursos econômicos e restringem o aumento da produtividade, reduzindo, assim, a demanda de investimento.

Enfrentar o problema da previdência. Para solucionar o problema da poupança na América Latina é preciso corrigir os problemas enfrentados pelos sistemas previdenciários. Os países da região prometeram pagar benefícios muito generosos aos seus aposentados, mas não pouparam o suficiente para cumprir essas promessas para todos. A maioria dos sistemas previdenciários na região enfrenta desafios estruturais associados à informalidade e a baixas taxas de contribuição. O principal tema do debate público na região é se os sistemas previdenciários deveriam basear-se em um sistema de contas individuais (capitalização) ou em um sistema de repartição. No entanto, esse não é necessariamente o debate mais relevante.

Os países com sistemas previdenciários baseados em contas de capitalização individuais — ou que desejam mover-se nessa direção — devem estar cientes de que esses sistemas por si só não podem resolver seus problemas de poupança. Primeiro, se o número de pessoas cobertas ou que contribuem para o sistema é muito baixo, e/ou se as contribuições ao longo da vida ativa de um indivíduo não são suficientes para garantir benefícios adequados no momento da aposentadoria (seja porque as contribuições são baixas ou porque os retornos dessas contribuições durante o período de investimento são baixos), o governo terá que desembolsar recursos para compensar o déficit. Isso continuará sendo um empecilho para a poupança interna. Ademais, a mudança de sistemas previdenciários com uma estrutura de repartição (que é como todos os sistemas previdenciários começaram na região) para sistemas baseados em contas individuais gera acúmulo de custos de transição, uma vez que os compromissos assumidos com os contribuintes nos sistemas de repartição devem ser cumpridos. Isso pode representar uma sangria substancial de recursos públicos.

Os países com sistemas de repartição devem ajustar os parâmetros dos sistemas (tais como idade de aposentadoria, nível dos benefícios e anos necessários de contribuição), para evitar sistemas descapitalizados e/ou insustentáveis no futuro. Até agora, o problema se manteve escondido por trás de tendências demográficas favoráveis (com um número relativamente maior de contribuintes do que de aposentados

que recebem benefícios). No entanto, apesar das tendências demográficas favoráveis, os sistemas de repartição não construíram reservas adequadas poupando (e investindo) o excesso de contribuições. Os sistemas de repartição devem — e precisam — poupar, criando fundos de reserva suficientes para garantir sua sustentabilidade no longo prazo. É importante ressaltar que os ajustes inevitáveis nos parâmetros dos sistemas devem ocorrer antes de os benefícios serem estendidos a mais pessoas; caso contrário, ao acrescentar beneficiários sem resolver os problemas subjacentes do sistema, aumentam as demandas sobre um fundo comum de recursos cada vez mais escassos.

Como a cobertura previdenciária é inadequada nos dois tipos de sistemas contributivos que coexistem na América Latina e no Caribe, os programas de previdência não contributiva estão proliferando. Esses programas estendem o pagamento a pessoas que, ou não contribuíram, ou não reúnem as condições necessárias para ter uma aposentadoria contributiva. Hoje, as aposentadorias não contributivas respondem por um terço da cobertura previdenciária na região. Em vários países, há mais pessoas recebendo aposentadoria não contributiva do que contributiva. As aposentadorias não contributivas com a cobertura mais alta custam entre 0,7% e 1% do PIB. Se a generosidade e a cobertura permanecerem constantes, esse custo mais do que duplicará até 2050, apenas para responder às mudanças demográficas.

Os possíveis efeitos dos sistemas previdenciários não contributivos nos incentivos para poupar também são importantes. O surgimento desses sistemas melhorou o entendimento de como indivíduos e famílias reagem às mudanças nos benefícios. Os sistemas previdenciários não contributivos cooptam beneficiários dos sistemas contributivos e, em alguns casos, reduzem sua poupança. Também reduzem as transferências que as famílias beneficiárias recebem de outros membros da família⁶. Para minimizar as consequências negativas não intencionais na poupança, seja por meio de custos fiscais excessivos ou, indiretamente, desestimulando a poupança voluntária, esses programas devem ser cuidadosamente concebidos e financiados, e ter como foco apenas a população em risco de pobreza na velhice.

O aumento da poupança previdenciária também pode ajudar a resolver outro problema perene da região: a falta de financiamento de longo prazo em moeda local disponível para financiar o investimento. O investimento em infraestrutura é uma forma altamente produtiva de investimento cada vez mais escassa na América Latina e no Caribe. Para

ser viável e sustentável ao longo do tempo, o investimento em infraestrutura requer um financiamento de longo prazo — precisamente o tipo de financiamento associado à poupança interna. Na medida em que a poupança previdenciária aumenta nos países, os recursos acumulados — que, por definição, ficam retidos por algum tempo — podem ser cada vez mais canalizados para financiar investimentos em infraestrutura.

Para tanto, os legisladores da região precisam definir as regras do jogo. O primeiro passo é promover o desenvolvimento de uma “classe de ativos para o investimento” que permita que a poupança acumulada seja canalizada para investimentos em infraestrutura. Como o investimento em infraestrutura bem planejado e executado é altamente produtivo, os retornos para a poupança gerados por esses investimentos podem ser potencialmente muito altos e apoiar a sustentabilidade dos sistemas previdenciários no longo prazo.

No entanto, a região está partindo de um ponto muito baixo, já que muitos países ainda têm poucos recursos acumulados em fundos de pensão, particularmente países com sistemas de repartição. Portanto, a expectativa de que uma maior poupança previdenciária por si só resolverá a lacuna de infraestrutura da região é pouco realista.

Foco em infraestrutura e despesas de capital. Para aumentar o investimento destinado a fechar a lacuna de infraestrutura, a região precisa aumentar a poupança e o investimento públicos. O setor público é a principal fonte de financiamento do investimento em infraestrutura na região e no mundo. Para aumentar o investimento público são necessárias regras e metas fiscais que destinem uma parcela maior do gasto total ao investimento público e combatam as forças da economia política que fazem a balança pender para os gastos correntes em bons e maus momentos.

Ao longo das duas últimas décadas, a melhoria das estruturas fiscais gerou um aumento da poupança pública em muitos países. No entanto, um esforço ainda maior faz-se necessário, justamente quando o contexto econômico internacional se torna menos favorável. A boa notícia é que ainda é possível gerar uma poupança pública substancial sem a necessidade de recorrer às ferramentas tradicionais de aumento de impostos ou corte geral de gastos.

Em primeiro lugar, os governos devem estar cientes de que a composição do gasto público é um determinante direto do nível de poupança pública. Os governos têm espaço para impulsionar a poupança

pública aumentando a parcela das despesas de capital, que é baixa na região, em relação à despesa corrente, que é alta. Isso requer uma abordagem mais prudente da política fiscal. Como regra geral, apenas uma pequena fração de qualquer alteração nos preços das *commodities* ou outros fatores externos deve ser considerada como permanente. Nesse caso, a despesa corrente aumentaria relativamente menos nos tempos de bonança (o lado positivo do ciclo econômico típico) e diminuiria mais nos momentos de retração.

Em segundo lugar, uma poupança de aproximadamente 2% do PIB, em média, poderia ser gerada com a diminuição de vazamentos nas despesas correntes em áreas como assistência social, despesas fiscais e subsídios ao setor energético. Isso significa garantir que o gasto chegue apenas aos beneficiários a que se destina. Criar e implementar reformas para tornar o gasto público mais eficiente deveria ser uma prioridade nas agendas políticas dos governos de toda a região.

Melhorar o foco da política fiscal. Os governos também podem incentivar a poupança por meio da política fiscal. O imposto de renda se aplica a pessoas tanto físicas (IRPF) como jurídicas (IRPJ). Mas as famílias, coletivamente, são donas de empresas. Por conseguinte, a política fiscal deveria considerar a integração dos impostos de renda de pessoa física e jurídica e evitar a dupla tributação da poupança: em primeiro lugar, quando é gerada pela empresa e, em seguida, quando é distribuída às famílias na forma de dividendos⁷. O imposto de renda de pessoa física em toda a região deveria continuar a evoluir para um sistema dual⁸, com um imposto fixo mais baixo sobre a renda de capital, em que todas as formas de renda de capital (juros, dividendos e ganhos de capital) recebem o mesmo tratamento fiscal. As alíquotas do imposto de renda de pessoa jurídica deveriam alinhar-se às tendências internacionais para facilitar a formalização de empresas informais⁹. Isso ajudaria a aumentar a base tributária, que atualmente é baixa.¹⁰

Os países da região também devem rever as preferências fiscais que favorecem o investimento em habitação em detrimento do investimento em instrumentos financeiros como ações, títulos e depósitos a prazo em bancos. Lacunas nos códigos tributários de muitos países fazem com que os veículos de poupança recebam tratamento desigual. Os benefícios que favorecem o investimento em habitação, em particular, em geral concedem vantagens às famílias de alta renda. Nivelar incentivos fiscais para a habitação a outras formas de poupança financeira geralmente

é uma opção melhor do que a introduzir novos incentivos fiscais para determinados tipos de poupança financeira. No passado, muitos países avançados criaram contas de poupança preferenciais, por vezes destinadas a incentivar a poupança para a educação, contratos de seguros de vida e outros fins. Os fatos mostram que essas preferências fiscais não aumentaram a poupança. De um modo geral, apenas os relativamente ricos usaram esses veículos, principalmente para reduzir suas cargas tributárias, com impacto limitado ou mesmo nulo na poupança total¹¹.

Promover a poupança familiar e criar uma cultura de poupança. No nível familiar, as taxas de poupança na região estão distorcidas por uma série de fatores: altos custos de acesso e uso do sistema financeiro; falta de confiança no sistema financeiro; regulação financeira deficiente; falta de conhecimento sobre os bancos e seu funcionamento; e pressões sociais e vieses comportamentais. A inclusão financeira bem-sucedida requer mais do que apenas a abertura de novas contas bancárias. Significa adaptar produtos de poupança às demandas de clientes em potencial — tendo em vista as várias restrições da vida real enfrentadas pelas pessoas para poupar — e criar incentivos para canalizar mais poupança por intermédio do sistema financeiro formal. Evidências preliminares, mas alentadoras, de intervenções de políticas públicas e inovações de produtos financeiros apontam para um aumento na poupança familiar, bem como iniciativas promissoras para incentivar a poupança financeira, em particular. Incrementar e acelerar o progresso nessas áreas requer uma regulação e uma supervisão mais dinâmicas do sistema financeiro, bem como colaboração entre reguladores financeiros e bancos para implantar reformas e promover ainda mais inovação.

As iniciativas do governo de pagar transferências sociais por meio de contas bancárias e canalizar as remessas por intermédio dos sistemas financeiros nacionais são os primeiros passos úteis. Para continuar incentivando a poupança financeira é preciso melhorar a concepção dos programas: por exemplo, vinculando os pagamentos a programas que ofereçam educação financeira e/ou a instrumentos que ajudem os usuários a superar os vieses comportamentais e sociais que limitam a poupança. Inovação e tecnologia constituem outra oportunidade para incentivar mais a poupança por meio do sistema financeiro formal. A despeito da alta capilaridade da telefonia móvel na América Latina e no Caribe, a região ainda está atrasada no uso de tecnologia móvel para serviços financeiros e como ferramenta para a inclusão financeira, uma

vez que as políticas e os regulamentos não acompanharam o ritmo da revolução da telefonia móvel.

Um caminho promissor para a criação de uma cultura de poupança na América Latina e no Caribe é a educação financeira voltada para crianças e jovens. Hábitos positivos de poupança são mais fáceis de serem inculcados nos primeiros anos, quando o cérebro ainda está em desenvolvimento e a aprendizagem é mais fácil.

Impulsionar a produtividade. Aumentar a poupança interna é necessário para que a região realize as suas aspirações, mas não é suficiente. Evidências de todo o mundo mostram que, historicamente, um aumento das taxas de poupança interna coincidiu com um maior crescimento econômico apenas quando os aumentos de poupança foram acompanhados por um maior crescimento agregado da produtividade. Essa relação destaca dois pontos. Em primeiro lugar, um aumento das taxas de poupança pode ser sustentado por longos períodos de tempo, quando associado a incentivos permanentes para que as pessoas poupem. E os incentivos para poupar são maiores quando a produtividade aumenta mais rápido. Em segundo lugar, para que o aumento da poupança tenha um impacto no crescimento e no desenvolvimento, a poupança deve ser usada corretamente. Ou seja, a poupança deve ser canalizada para oportunidades de investimento produtivo.

A produtividade total dos fatores (PTF) é, em última análise, a soma ponderada da produtividade do contingente de empresas existente na economia. A PTF pode aumentar porque as empresas na economia se tornam mais produtivas, porque mais recursos são canalizados para empresas produtivas, ou porque o mercado permite que as empresas mais produtivas sobrevivam e as menos produtivas sejam extintas. A região da América Latina e do Caribe está abarrotada de empresas pequenas, informais e improdutivas que sobrevivem porque se beneficiam de insumos mais baratos e/ou preços mais elevados de produtos. Esses fatores, por sua vez, são decorrentes de impostos e regulações distorcivos que não são devidamente aplicados. O aumento da produtividade agregada requer a redução dessas distorções. Fazê-lo melhoraria a alocação de recursos na economia e aumentaria a poupança e o investimento agregados.

Corrigir o sistema financeiro. Os esforços para criar e manter uma cultura de poupança na região devem ser complementados por iniciativas para ajudar o sistema financeiro a intermediar a poupança de forma

eficiente. Somente com a correção dos problemas que desestimulam o uso de sistemas financeiros para poupar e limitam a disponibilidade de crédito para as empresas produtivas, mais poupança poderá se transformar em melhor poupança para o desenvolvimento.

Fricções financeiras são como areia nas engrenagens da economia, ou seja, desaceleram o progresso econômico. Na América Latina e no Caribe há dois tipos de distorções financeiras particularmente graves que requerem medidas de políticas. Em primeiro lugar, os bancos não têm acesso a informações de qualidade sobre potenciais tomadores de empréstimos. Embora a região tenha avançado na ampliação da cobertura de empresas de crédito que fornecem essas informações, em muitos países a qualidade e a tempestividade das informações disponibilizadas por essas empresas ainda é deficiente. Em média, o marco regulatório na América Latina é menos propício ao compartilhamento de informações do que em outras regiões do mundo.

Um segundo problema é o alto custo de fazer cumprir contratos financeiros na região. A proteção eficaz dos direitos de propriedade é particularmente deficiente na América Latina. A boa notícia é que exemplos de reformas bem-sucedidas na região ajudaram a aliviar essa restrição. Reformas das leis de falência no Brasil (2004–05), na Colômbia (2012) e, mais recentemente, no Chile (2014), parecem estar reduzindo os custos de fazer cumprir contratos financeiros.

As várias faces da poupança

Este livro estuda como as mudanças nos diferentes componentes da poupança (ver quadro 1.1) contribuem para a poupança e o investimento total na economia em geral. Essa abordagem permite uma compreensão mais profunda de como as políticas públicas podem afetar a poupança de famílias, empresas e governos, reconhecendo, ao mesmo tempo, as inter-relações importantes entre os diferentes componentes. Há quatro possíveis inter-relações a serem consideradas:

- **Entre a poupança privada e a poupança pública.** Embora a poupança do governo aumente a poupança pública, isso geralmente gera uma queda na poupança privada, uma vez que famílias e empresas pressupõem que uma maior poupança pública hoje significará menos impostos no futuro e, portanto, aumentam seu consumo atual.

- **Entre a poupança familiar e a poupança empresarial.** As famílias, que são proprietárias de empresas, podem levar em conta as decisões de poupança das empresas em suas próprias decisões de consumo. Assim, uma maior poupança empresarial pode ser compensada por uma menor poupança familiar.
- **Entre a poupança familiar obrigatória e voluntária.** As famílias podem decidir o quanto poupar para a aposentadoria, utilizando indistintamente tanto instrumentos previdenciários como outros instrumentos. Portanto, qualquer poupança acumulada por meio de instrumentos previdenciários pode ser simplesmente poupança que não é canalizada para outros instrumentos.
- **Entre poupança interna e poupança externa.** Se as poupanças interna e externa fossem substitutos perfeitos, uma escassez de poupança interna seria simplesmente compensada por um aumento de poupança externa.

O quadro 1.2 discute a evidência teórica e empírica de cada uma dessas inter-relações. Aqui, basta dizer que a evidência coletiva indica que várias compensações possíveis são apenas parciais. Assim, os aumentos da poupança pública ou privada aumentarão a poupança nacional, mas não na proporção de um para um. E um aumento na poupança nacional vai viabilizar um avanço no investimento doméstico.

Uma agenda de políticas para o futuro

O livro identifica seis objetivos estratégicos para as famílias, as empresas e os governos da região.

Em primeiro lugar, os governos devem criar um ambiente propício à poupança. Isso deve ser uma prioridade na agenda de políticas da região. O “excesso de poupança” em outras partes do mundo não compensará o déficit de poupança na região, porque não se pode esperar que os estrangeiros façam investimentos de longo prazo em países cujos próprios cidadãos não têm confiança suficiente para poupar.

Em segundo lugar, os governos da região podem gerar mais poupança gastando de forma mais eficiente. De fato, em tempos de turbulência econômica, melhorar a eficiência do gasto público pode ser o único caminho politicamente viável para aumentar a poupança pública em muitos países, uma vez que evita as consequências desagradáveis do ajuste fiscal tradicional, como aumentos de impostos ou cortes de gastos.

QUADRO 1.2. AS INTER-RELAÇÕES ENTRE OS COMPONENTES DA POUPANÇA

Poupança pública v. poupança privada: a equivalência Ricardiana

Os aumentos da poupança pública impulsionam a poupança interna? As ações dos governos em matéria de política fiscal são normalmente compensadas pela poupança privada. De fato, a compensação poderia ser de um para um, nas condições especificadas por Barro (1974) sobre a “equivalência Ricardiana”, tais como mercados de capitais completos e previsão perfeita do futuro. Por exemplo, qualquer aumento do déficit fiscal financiado, seja por uma redução de impostos ou por um aumento da dívida — ambos manteriam a renda familiar permanente inalterada —, resultaria em um aumento equivalente da poupança familiar, de modo que o impacto líquido na poupança interna seria nulo.

No entanto, as condições que permitiriam uma compensação perfeita são excessivamente rigorosas. A partir do artigo de Barro, a literatura tem se concentrado em avaliar o grau de compensação^a. As estimativas variam entre os estudos, mas tendem a situar-se na faixa de 0,4 a 0,6, sugerindo que para cada dólar de redução da poupança pública, a poupança privada tende a aumentar entre 40 e 60 centavos de dólar^b. Embora a compensação seja significativamente inferior a uma proporção de um para um, o fato de que há uma compensação parcial sugere que colocar o fardo de aumentar a poupança interna apenas na política fiscal é um erro. Os governos não deveriam negligenciar políticas para mobilizar também a poupança privada.

Poupança empresarial v. poupança familiar: como atravessar o véu corporativo

No setor privado, parte da poupança é gerada pelas famílias e outra parte pelas empresas, por meio da retenção de lucros. Poterba (1987) observou que as empresas contribuíram significativamente para a poupança privada nos Estados Unidos, e passou a postular a “hipótese do véu corporativo”, segundo a qual as famílias levam plenamente em conta a poupança empresarial, ou seja, as famílias “atravessam” o véu corporativo.

O argumento se baseia no fato de que as famílias são as proprietárias finais das empresas e, assim, ajustam seus planos de poupança de acordo com as mudanças nas decisões de poupança das empresas. No entanto, vários problemas podem invalidar a ruptura total do véu corporativo na prática, tais como informações assimétricas e racionalidade limitada (Poterba, 1987). A previsão empírica resultante é que um aumento (redução) da poupança empresarial levará a um aumento (redução) da poupança privada, embora não na proporção de um para um.

Vários estudos pesquisaram o nexó empírico entre poupança familiar e empresarial, concluindo que a compensação é apenas parcial. Grigoli, Herman e Schmidt-Hebbel (2014) constatam que um dólar adicional de poupança empresarial se traduz em um aumento de 42 centavos de dólar na poupança

(continua na página seguinte)

QUADRO 1.2. (continuação)

privada. Usando uma amostra diferente, Bebczuk e Cavallo (2016) observam que um aumento de um dólar na poupança empresarial reduz a poupança familiar em 40 centavos de dólar, aumentando, assim, a poupança privada em até 60 centavos de dólar.

A conclusão é que as decisões de poupança das famílias e das empresas estão interligadas. Uma associação entre os dois setores deveria ser levada em conta, embora as duas formas de poupança não sejam substitutos perfeitos.

Poupança familiar obrigatória v. poupança familiar voluntária: a compensação previdenciária

A poupança familiar inclui um componente obrigatório na forma de contribuições previdenciárias. A potencial substitutabilidade entre poupança obrigatória e voluntária é importante para as políticas públicas. Se fossem substitutos perfeitos, as políticas de aposentadoria não teriam influência no nível de poupança, ou seja, cada dólar poupado por meio de um instrumento previdenciário seria compensado por uma soma igual de poupança perdida por meio de outros instrumentos. Qual é o alcance da compensação na prática? Também nessa área as evidências apontam para uma substituição apenas parcial, embora a magnitude continue sendo objeto de debate^e.

Essa é uma questão de política relevante e polêmica na América Latina e no Caribe. A partir da década de 1980, a região foi pioneira em reformas para a migração de sistemas previdenciários de repartição para regimes financiados integralmente com base em contas individuais. Os objetivos das reformas foram aumentar a cobertura previdenciária e reduzir as vulnerabilidades fiscais de longo prazo associadas aos antigos sistemas. Também se esperava que as reformas aumentassem a poupança privada e interna.

Com o benefício de um olhar retrospectivo, os pesquisadores podem avaliar até que ponto a poupança aumentou após as reformas. As evidências mostram que a poupança privada aumentou apenas moderadamente^d. O aumento da poupança privada foi modesto porque o número de contribuintes para os novos sistemas permaneceu baixo, enquanto a informalidade no mercado de trabalho manteve-se elevada. Além disso, as reformas geraram um déficit durante o período de transição (para cumprir as promessas feitas às pessoas que haviam contribuído para os antigos sistemas) que persiste em vários países e que diminuiu o impacto positivo das reformas na poupança interna.

Poupança externa v. poupança interna: substitutos imperfeitos

Há uma alta correlação positiva entre poupança interna e investimento doméstico em todos os países (Feldstein e Horioka, 1980). Numerosos estudos concluíram — com raras exceções — que a correlação é sistematicamente maior do que zero nos diferentes países e ao longo do tempo. A correlação

(continua na página seguinte)

QUADRO 1.2. *(continuação)*

positiva revela uma integração financeira imperfeita entre os países: as mudanças na poupança interna não são totalmente compensadas por mudanças na poupança externa. Portanto, embora a correlação não comprove se uma maior poupança interna gera investimento ou vice-versa, ressalta que pode-se esperar que um aumento da poupança interna seja pelo menos em parte retido internamente, resultando, assim, em investimento adicional, em vez de ser exportado em sua totalidade por meio da fuga de capitais.

No caso dos países que precisam aumentar o investimento doméstico, a forte correlação positiva entre poupança interna e investimento doméstico mostra que o recurso de importar poupança externa pode ser um remédio útil, mas não é uma cura para a escassez de poupança interna. Essa conclusão é reforçada por duas evidências adicionais apresentadas neste livro. Em primeiro lugar, na maioria dos países a absorção líquida de poupança externa é pequena em relação ao volume de investimento doméstico (ver capítulo 2). Em segundo lugar, o financiamento do capital em cada país tem sido predominantemente nacional^e.

^a Para um estudo recente da literatura, ver Röhn (2010).

^b A pesquisa realizada no contexto deste projeto confirma essa faixa. Becerra, Cavallo e Noy (2015) realizaram regressões de forma reduzida dos fatores determinantes da poupança privada, utilizando regressões em painel. Um dos fatores determinantes da poupança privada é a taxa de poupança pública. Sua estimativa do coeficiente da poupança pública é de aproximadamente -0,60, o que coincide com estimativas anteriores na literatura.

^c Duas vertentes da literatura testaram essa hipótese. A primeira analisa a relação entre a riqueza da previdência e a poupança privada, com base em estudos de caso de país. Attanasio e Rohwedder (2003) e Attanasio e Brugiavini (2003) encontram evidências de um alto grau de substituição entre pensões e poupança voluntária na Itália e no Reino Unido. Para alguns grupos de trabalhadores, a elasticidade da substituição é de cerca de 0,9. Com base em métodos semelhantes, Coronado (1998), Águila (2011) e Sandoval-Hernández (2012) encontram altos coeficientes de compensação para os trabalhadores no Chile e no México. A segunda vertente explora a evidência de diferentes países sobre a variação dos sistemas previdenciários (e de poupança) e poupança agregada. Entre os exemplos incluem-se Bailliu e Reisen (1998); López-Murphy e Musalem (2004); Bebczuk e Musalem (2006); Clements et al. (2011); e Bebczuk (2015a). Um ponto comum em todos esses estudos é o fato de que revelam um impacto positivo, mas muito pequeno, dos regimes previdenciários de capitalização individual na poupança não previdenciária.

^d Ver Bebczuk (2015a).

^e Aizenman, Pinto e Radziwill (2007) mostram que, em média, 90% do capital físico dos países em desenvolvimento tem sido autofinanciado por meio da acumulação de poupança interna. A pesquisa realizada para este livro confirma esse resultado para a América Latina e o Caribe.

Em terceiro lugar, os governos deveriam promover e facilitar o desenvolvimento de sistemas financeiros que ofereçam uma vasta gama de instrumentos de poupança e de investimento a famílias e empresas. Os bancos podem apoiar esses esforços, estendendo sua cobertura a um número maior de pessoas, com melhores instrumentos financeiros.

Em quarto lugar, governos, reguladores de fundos de pensão, supervisores e gestores dos setores público e privado devem trabalhar em conjunto para corrigir os sistemas previdenciários. O envelhecimento da população é uma grande ameaça para a estabilidade e a prosperidade econômicas. Os sistemas previdenciários em toda a região devem se tornar sustentáveis, equitativos e mais inclusivos.

Em quinto lugar, as pessoas na América Latina e no Caribe precisam desenvolver uma cultura de poupança. Poupar é difícil porque implica sacrificar o consumo atual. Se as pessoas não internalizarem os benefícios de poupar mais, será difícil — se não impossível — superar a inércia. Atualmente, um enorme número de pessoas em toda a região não consegue ver os benefícios da poupança. Uma cultura é construída de baixo para cima. Começar cedo na vida com uma educação financeira sobre o papel da poupança é um elemento crucial para o sucesso.

Em sexto lugar, poupar mais não será suficiente para sustentar o desenvolvimento. A poupança adicional deve ser bem aproveitada. As distorções de investimento que assolam a região e enfraquecem a demanda de investimento devem ser eliminadas, dentre elas ineficiências nos mercados financeiros, alta informalidade nos mercados de trabalho, falta de regulações adequadas e previsíveis e regimes fiscais especiais. Essas distorções desperdiçam recursos econômicos e impedem o aumento da produtividade, o que por sua vez gera uma baixa demanda de investimento e reduz a poupança.

Em última análise, avaliar o sucesso na consecução desses objetivos resume-se em criar um ambiente em que todos compartilhem a visão de que mais poupança, e um melhor uso da poupança existente, são a solução para os problemas econômicos da América Latina e do Caribe, bem como o caminho para uma região estável e confiante, em que qualquer aspiração é possível.

Notas

- ¹ Ver Comissão sobre Crescimento e Desenvolvimento (2008).
- ² Ver Cavallo, Sánchez e Valenzuela (2016).
- ³ Ver Banco Mundial (2014b).
- ⁴ Ver Corbacho, Fretes Cibils e Lora (2013).
- ⁵ Ver Banco Mundial e PwC (2015).
- ⁶ Ver Juárez (2009).
- ⁷ A integração dos impostos de renda de pessoa física e pessoa jurídica mostrou-se muito bem-sucedida na promoção da poupança no Chile. Ver Cerda et al. (2015).
- ⁸ Por exemplo, o imposto de renda dual nos países nórdicos combina um imposto fixo sobre a renda do capital com uma escala progressiva de imposto sobre a renda do trabalho. Vários países na América Latina e no Caribe adotam um sistema dual ou semidual, mas na maioria dos casos não estão integrados (Corbacho, Fretes Cibils e Lora, 2013).
- ⁹ As alíquotas do imposto de renda de pessoa jurídica diminuíram ao longo dos últimos 40 anos, de uma média de 40% em 1980 para cerca de 30% na década de 2000 e 24% em 2014. Entre os motivos desse declínio, as pesquisas apontam questões relacionadas com a transferência de benefícios e com a concorrência para atrair investimentos e conceder facilidades fiscais.
- ¹⁰ A alta tributação das empresas formais pode levar a uma redução tanto da poupança como do emprego formal. Na Colômbia, Granda e Hamann (2015) mostram que impostos mais baixos sobre os benefícios aumentam tanto a poupança empresarial no setor formal como a formalização do trabalho e do empreendedorismo. Reduzir os impostos sobre a folha de pagamentos alcança resultados qualitativos similares.
- ¹¹ Ver OCDE (2007); McDonald et al. (2011); Boadway (2015).

2 A situação da poupança na América Latina e no Caribe

Em uma economia, a poupança é essencial para o desenvolvimento. No nível macro, a poupança determina quanto um país pode investir, e tem implicações no crescimento e na estabilidade econômica. No nível individual, a poupança proporciona às pessoas um amortecedor para suportar choques inesperados na renda, suavizar o consumo ao longo do tempo e planejar para o futuro.

Em que pese importância da poupança, determinar quanto um país deve poupar não é tarefa fácil. Assim como a altitude de voo “correta” de um avião depende de fatores como velocidade do vento, distância até o destino e condições meteorológicas, as taxas de poupança totais de uma economia dependem de vários fatores, que variam de país para país e ao longo do tempo. Em particular, as taxas de poupança são determinadas por: (a) tendências demográficas; (b) aumento da renda e como esta é distribuída entre as gerações; (c) renda das pessoas em diferentes idades e fases da vida; (d) regimes previdenciários e condições de vida na velhice; (e) mercados de ativos que permitem a famílias e empresas transferir o consumo do presente para o futuro; (f) preferências individuais e diferentes níveis de tolerância à incerteza; (g) expectativas de crescimento; e (h) marco institucional, entre outros aspectos¹. A interação de todos esses fatores determina os diferentes padrões de poupança entre as diferentes economias e ao longo do tempo².

Este livro fala de um potencial não realizado e do papel que a poupança desempenhou na busca da região por um crescimento esquivo. Este capítulo prepara o cenário para essa história, descrevendo padrões de poupança familiar e poupança agregada na região, e definindo os principais termos e conceitos que serão empregados ao longo do livro (ver quadro 2.1). É o ponto de partida para a discussão, a base sobre a qual as políticas devem ser construídas.

QUADRO 2.1. O QUE É POUPANÇA?

No nível agregado, a poupança interna (S_n) é definida como a renda disponível bruta *menos* o consumo final, com base em dados das contas nacionais^a. Esse é o fluxo de poupança gerado em um determinado período de tempo, normalmente um ano. A *taxa* de poupança é geralmente definida como a razão entre a poupança nacional e o produto interno bruto (PIB).

A poupança interna agregada pode ser ainda decomposta em seus componentes privado e público, dependendo de quem a gera:

$$S_n = S_{pri} + S_{pub}$$

A poupança privada (S_{pri}) é definida como a soma das poupanças familiar (Hh) e empresarial (Bs).

$$S_{pri} = Hh + Bs$$

A poupança familiar é a parte da renda disponível das famílias que não é destinada ao consumo corrente; inclui a poupança voluntária das famílias e as contribuições previdenciárias. A poupança empresarial é definida como os fluxos de caixa (receitas líquidas mais depreciação) menos dividendos ou lucros retidos^b. Na prática, os dados das contas nacionais em muitos países não permitem que os subcomponentes da poupança privada sejam identificados separadamente. Isso reflete, entre outros fatores, a prevalência de grandes setores informais nos países em desenvolvimento, que turvam as fronteiras entre famílias e empresas. Quando a desagregação é possível, a poupança gerada pelas empresas que operam na economia informal, tais como empresas familiares e trabalhadores autônomos, é agrupada com a poupança familiar.

A poupança pública (S_{pub}) é definida como a renda total do setor público menos gastos correntes do Governo. Os especialistas em contas nacionais normalmente a calculam somando o resultado nominal do setor público (**OB**), incluindo o pagamento de juros da dívida, e o investimento do setor público (**PI**).

$$S_{pub} = OB + PI$$

Por definição, a poupança total é igual ao investimento doméstico (“investimento real”, que é a chamada “formação bruta de capital fixo”) nas economias fechadas, porque os dois conceitos referem-se à renda nacional que não é consumida quando é gerada^c. Por sua vez, as economias abertas podem contar com a poupança externa como fonte complementar de financiamento do investimento^d. Portanto, nas economias abertas:

$$\text{Investimento doméstico} = \text{Poupança total (TS)} = \text{Poupança interna (Sn)} + \text{Poupança externa (FS),}$$

onde **FS** é a contrapartida do déficit em conta corrente no balanço de pagamentos, ou seja, quando um país tem um déficit em conta corrente, importa

(continua na página seguinte)

QUADRO 2.1. (continuação)

poupança ($FS > 0$); quando tem superávit em conta corrente, exporta poupança ($FS < 0$).

Alguns componentes da poupança, como as contribuições previdenciárias, são medidas diretamente, mas na maioria dos casos a poupança não é observada dessa forma. Assim, geralmente a poupança é calculada por aproximação, como a diferença entre renda e consumo, o que implica um erro duplo de mensuração no cálculo dos fluxos de poupança. Não obstante, a harmonização internacional dos registros de contas nacionais permite comparações significativas de taxas de poupança entre países.

^a A renda disponível bruta é igual ao produto interno bruto (PIB) mais todos os pagamentos líquidos do exterior (ou seja, pagamentos líquidos de fatores e transferências correntes líquidas).

^b A poupança empresarial é também denominada poupança corporativa, lucros retidos, fluxos de caixa não distribuídos, e o estoque acumulado de poupança como fundos internos (ou fundos próprios).

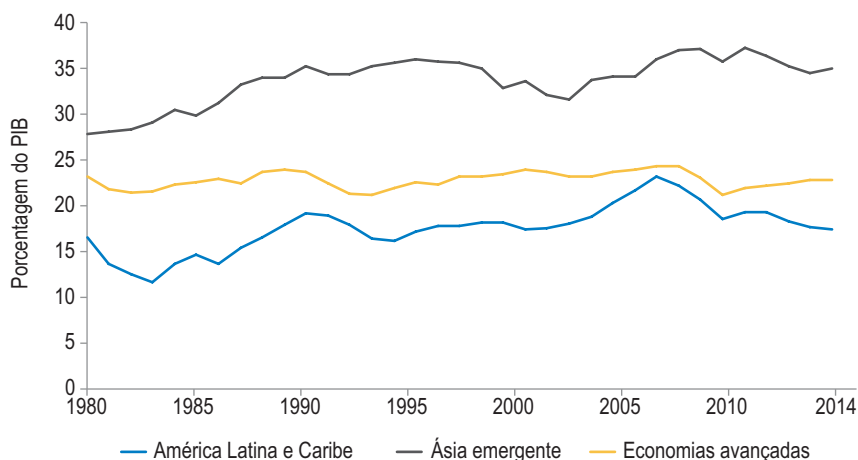
^c O PIB de um país (Y) divide-se em quatro componentes do gasto: consumo (C), investimento (I), gastos do governo (G) e exportações líquidas ($X - M$). Nas economias fechadas, $X - M = 0$ e, portanto, $(Y - C - G) = I$, equação cujo lado esquerdo é a poupança interna.

^d Nas economias abertas, a lacuna entre poupança (S) e investimento (I) é o saldo da conta corrente (CAB). $CAB = (X - M)$ mais o total de pagamentos líquidos do exterior. Portanto, a poupança é igual ao investimento mais o saldo da conta corrente.

Taxas de poupança interna: comparativamente baixas

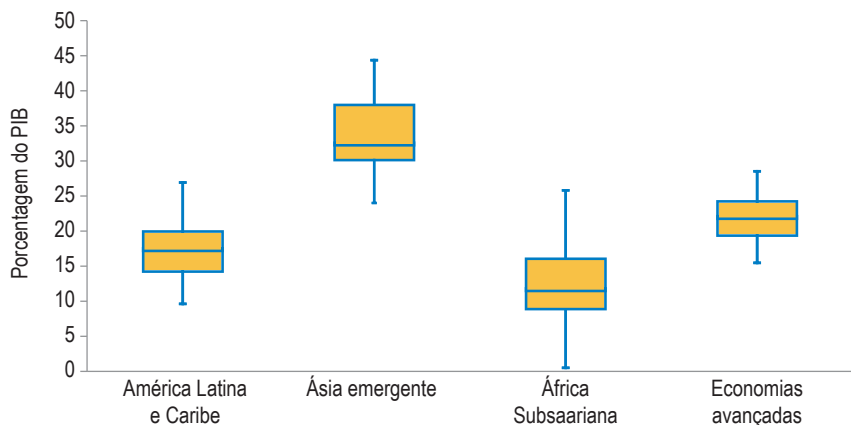
Ao longo dos últimos 30 anos, as taxas de poupança interna na América Latina e no Caribe têm ficado abaixo de 20% do PIB, muito inferiores às de economias avançadas e países asiáticos de rápido crescimento (figura 2.1)³. Mesmo após o controle de fatores como demografia, renda per capita e desempenho do crescimento, as economias avançadas e os países da Ásia emergente poupam, em média, 3 e 9 pontos percentuais a mais do PIB, respectivamente, do que os países da América Latina e do Caribe⁴.

As taxas de poupança interna na América Latina têm variado significativamente nas últimas décadas, tendo atingido o seu mínimo histórico (11,5% do PIB em 1983) durante a crise da dívida do início da década de 1980 e aumentado temporariamente para mais de 20% do PIB durante a explosão dos preços das *commodities* em 2003–06. Embora as taxas médias de poupança nos países da Ásia emergente também tenham flutuado ao longo desse período, estas têm sido consistentemente mais elevadas do que na América Latina e no Caribe, superando-as entre 10 e 20 pontos percentuais do PIB. Nas economias avançadas, as taxas médias de poupança têm permanecido relativamente estáveis, ligeiramente acima de 20% do PIB.

Figura 2.1. Taxas de poupança interna bruta por região (médias), 1980–2014

Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados de *Perspectivas da Economia Mundial* (FMI, 2015).

A figura 2.2 mostra a distribuição das taxas médias de poupança interna entre 1980 e 2014, em regiões selecionadas. A linha no centro de cada caixa representa a média da distribuição regional. As bordas superiores e inferiores de cada caixa correspondem ao percentil 75 e 25 da distribuição regional, respectivamente, e as extremidades das linhas marcam o mínimo e o máximo⁵. Efetivamente, a taxa de poupança média

Figura 2.2 Distribuição das taxas de poupança agregada por região, média 1980–2014

Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados de *Perspectivas da Economia Mundial* (FMI, 2015).
 Nota: As taxas de poupança agregada (porcentagem do PIB) são calculadas como médias de país das taxas de poupança anuais durante o período 1980–2014. A média de cada país é agrupada por região.

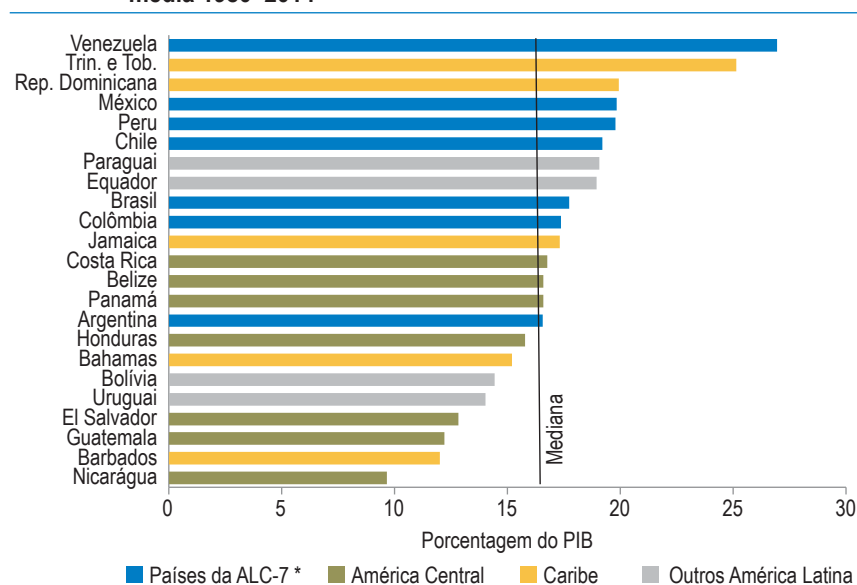
na América Latina e no Caribe está mais próxima à da África Subsaariana e das economias avançadas — duas regiões em extremos opostos da distribuição mundial de renda per capita — do que à da Ásia emergente, uma região mais comparável em termos de nível de renda. Em suma, as taxas de poupança interna na América Latina e no Caribe empalidecem se comparadas a quase todas as demais regiões do mundo, com exceção da África Subsaariana⁶.

Entre os subgrupos de países da América Latina e do Caribe, as taxas médias de poupança oscilam entre 14,7% do PIB na América Central (excluído o México) e 20% na região do Caribe. Entre os sete países de maior renda (ALC-7)⁷, as taxas médias de poupança situam-se entre esses dois extremos, em 18,2% do PIB (figura 2.3).

O setor privado: assumindo a liderança

O setor privado faz a maior parte do trabalho pesado quando se trata de poupança na América Latina e, a bem da verdade, em todo o mundo.

Figura 2.3 Taxas de poupança interna bruta na América Latina e no Caribe, média 1980–2014



Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados de *Perspectivas da Economia Mundial* (FMI, 2015).
 Notas: As taxas de poupança agregada (porcentagem do PIB) são calculadas como médias de país das taxas de poupança anuais durante o período 1980-2014. A linha horizontal é a mediana da amostra. ALC-7 inclui Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela.

Tabela 2.1 Taxas de poupança por setor, 1980–2014 (porcentagem do PIB)

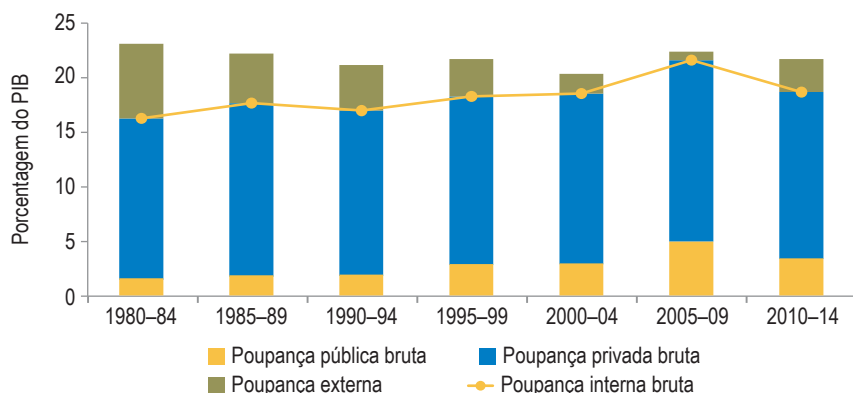
Taxas de poupança por região	América Latina e Caribe	Ásia emergente	África Subsaariana	Economias avançadas
1. Poupança interna bruta	17,5	33,7	13,8	22,8
1.1 Poupança pública bruta	2,8	7,9	2,8	1,5
1.2 Poupança privada bruta	14,7	25,8	10,9	21,2
2. Poupança externa	3,5	-3,8	5,4	0,8
3. Poupança total	21,0	29,9	19,2	23,6

Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados de *Perspectivas da Economia Mundial* (FMI, 2015).
 Nota: Estatísticas calculadas por médias de país. A poupança interna bruta (1) é igual à poupança pública bruta (1.1) mais a poupança privada bruta (1.2). A poupança total (3) é igual à poupança externa (2) mais a poupança interna bruta (1).

A tabela 2.1 apresenta a participação de cada subcomponente da poupança total — pública, privada e externa — sendo a média calculada ao longo do período 1980–2014 para América Latina e Caribe, Ásia emergente e economias avançadas. Nessas três regiões, a poupança privada assume a dianteira, representando entre 70% e 90% da poupança total. Claramente, a poupança privada desempenha um papel fundamental na determinação do nível das taxas de poupança total em todas as regiões.

Embora representem o maior componente da poupança total na América Latina e no Caribe, as taxas de poupança privada são mais baixas na região do que na Ásia emergente e nas economias avançadas. Por outro lado, as taxas médias de poupança pública da região são mais altas do que as das economias avançadas e mais baixas do que as da Ásia emergente. Em comparação com as outras regiões, a poupança externa na América Latina e no Caribe responde por uma proporção relativamente alta da poupança total (3,5 pontos percentuais dos 21 pontos percentuais do PIB da poupança total) e contribui com um montante positivo para economia total — o que significa que, em média, a região foi um importador líquido de poupança externa durante as últimas três décadas (em nítido contraste com a Ásia emergente).

Os componentes público e externo da poupança contribuem quantitativamente menos para a poupança total na América Latina, mas influenciam a variação das taxas de poupança ao longo do tempo. A figura 2.4 mostra que a importância da poupança externa na região vem caindo desde os anos 1980, mas também permite observar que um aumento temporário nas taxas de poupança, alimentado pela explosão dos preços das *commodities* entre 2005 e 2009, foi impulsionado, em grande parte, pelo aumento da poupança pública.

Figura 2.4 Composição da poupança total na região, 1980–2014

Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados de *Perspectivas da Economia Mundial* (FMI, 2015).
Nota: Médias quinquenais calculadas com base nas médias regionais anuais.

Poupança externa: um ator secundário

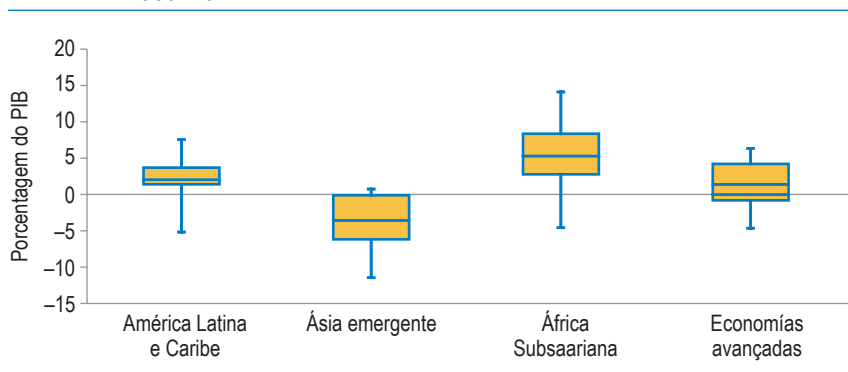
A poupança externa pode complementar ou reduzir a poupança interna, em função de um país ser importador ou exportador líquido de poupança externa. Entre 1980 e 2014, a mediana dos países da América Latina e do Caribe foi um importador líquido de poupança (como a África Subsaariana e as economias avançadas), enquanto o país na mediana da Ásia emergente foi um exportador líquido de poupança (ver figura 2.5).

No entanto, a poupança externa não é suficientemente alta para compensar as taxas de poupança interna comparativamente mais baixas da América Latina e do Caribe (ver tabela 2.1). De fato, as taxas de poupança externa (em termos absolutos) são significativamente mais baixas do que as taxas de poupança interna em todas as regiões.

Empresas: os maiores poupadores — em todo o mundo

A prevalência de grandes setores informais nos países em desenvolvimento torna mais difusas as fronteiras entre famílias e empresas. Muitas famílias são sustentadas por trabalhadores autônomos que administram seus próprios negócios, geralmente na economia informal. Isso limita a disponibilidade de dados sobre a poupança privada para que se tenha uma distinção clara entre famílias e empresas. Apesar das dificuldades, dois trabalhos recentes (Bebczuk e Cavallo, 2016; Grigoli, Herman e Schmidt-Hebbel, 2015) compilam os dados disponíveis de fontes nacionais e

Figura 2.5 Distribuição das taxas de poupança externa por região, média 1980–2014



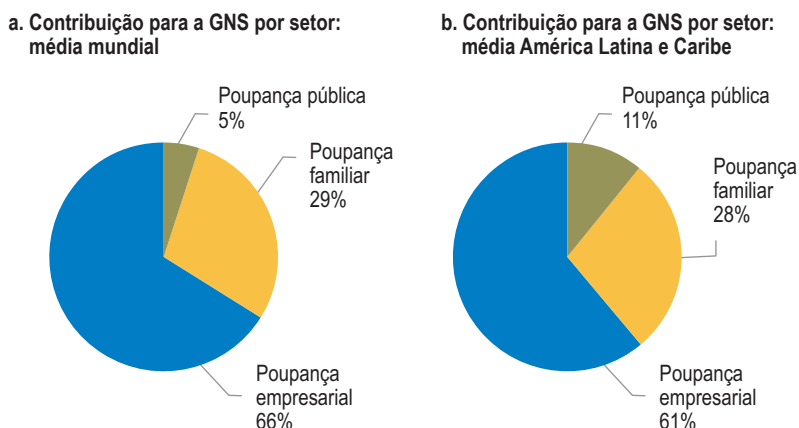
Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados de *Perspectivas da Economia Mundial* (FMI, 2015).
 Nota: As taxas de poupança agregada (porcentagem do PIB) são calculadas como médias de país das taxas de poupança anuais durante o período 1980–2014. A média de cada país é agrupada por região.

internacionais⁸. Embora os estudos trabalhem com diferentes amostras e premissas, ambos revelam que, em média, a poupança empresarial é a que mais contribui para a poupança privada total na maioria dos países, inclusive na América Latina e no Caribe (ver figura 2.6)⁹.

As empresas poupam porque os fundos internos são uma fonte mais barata de financiamento do investimento do que o crédito externo, que inclui os custos de intermediação financeira (ver em Myers e Majluf [1984]) a teoria da hierarquia das fontes de financiamento). As famílias, por sua vez, são as proprietárias das empresas, o que significa que, em princípio, a distribuição da poupança no componente privado não deveria ser particularmente relevante.

No entanto, como discutido detalhadamente no capítulo 1 (quadro 1.1), a poupança empresarial e a poupança familiar não são substitutos perfeitos. São muitas as razões pelas quais as famílias não percebem a poupança empresarial como própria. Por exemplo, a maioria das famílias não é proprietária direta das ações das empresas; as informações entre os proprietários e administradores das empresas são assimétricas; e, em muitos países, há diferenças entre a tributação dos lucros das empresas e a renda do dono do capital¹⁰.

É importante ressaltar que a poupança familiar tem implicações importantes para o bem-estar. As famílias usam a poupança para suavizar o consumo e lidar com choques de renda inesperados. A poupança ajuda as famílias a gerenciar melhor os riscos, especialmente quando

Figura 2.6 Composição da poupança privada, mundo e América Latina e Caribe

Fonte: Cálculos próprios com base em dados de Bebczuk e Cavallo (2016).

Nota: A figura mostra as contribuições para a poupança interna bruta (GNS, na sigla em inglês).

enfrentam restrições de liquidez e/ou crédito. Portanto, embora sua contribuição relativa para a poupança total seja menor do que a da poupança gerada pelas empresas, promover o acúmulo de poupança familiar é importante para sustentar um processo de desenvolvimento equitativo. Com isso em mente, o restante do capítulo é dedicado à análise da poupança familiar (ver no quadro 2.2 os problemas de mensuração relacionados com a poupança familiar).

Adeus ao bônus demográfico

Segundo a teoria mais conhecida do comportamento de consumo e poupança, a Hipótese do ciclo de vida de Modigliani (*Life-Cycle Hypothesis*, LCH, na sigla em inglês), os indivíduos tomam emprestado quando são jovens, poupam durante os seus anos de trabalho, e em seguida esgotam suas economias quando chegam à aposentadoria. Quando as economias estão crescendo, as gerações mais jovens tendem a ser mais ricas e a poupar mais, gerando uma relação positiva entre crescimento e poupança total.

Durante uma transição demográfica, um país se desloca ao longo de três grandes fases (ver Bloom, Canning e Sevilla, 2001), que têm impactos variados na taxa de dependência (a razão entre as populações jovem e idosa em relação à população em idade ativa). Na primeira

QUADRO 2.2. TAXAS DE POUPANÇA FAMILIAR: PROBLEMAS DE MENSURAÇÃO

As contas nacionais dependem de fontes de dados indiretas e trabalham com suposições simplificadoras para construir estatísticas disponíveis de renda e consumo, das quais a poupança pode derivar como uma diferença entre ambos. Conseqüentemente, produz-se um erro de mensuração considerável nas estimativas resultantes das taxas de poupança^a.

Alternativamente, as taxas de poupança familiar podem ser calculadas usando-se microdados de pesquisas domiciliares. Uma vez que essas pesquisas se concentram em medir as condições de vida, normalmente coletam módulos detalhados de receitas e despesas que, por sua vez, podem ser usados para calcular as taxas de poupança. Essas pesquisas geralmente são representativas do país como um todo e, como tal, as estimativas que fornecem são comparáveis àquelas procedentes das contas nacionais.

No entanto, vários estudos mostram que há diferenças significativas entre as taxas de poupança familiar calculadas a partir das contas nacionais e aquelas calculadas a partir das pesquisas domiciliares^b. Por um lado, as pesquisas domiciliares têm potencial para fornecer medidas mais precisas tanto da renda disponível como do consumo no nível familiar, porque podem capturar as transações no setor informal. Por outro lado, há vieses de declarações incorretas de renda ou de consumo, que podem ser mais comuns entre grupos específicos de renda ou de profissionais^c. Por exemplo, as famílias de renda mais alta podem ter uma cesta de consumo mais variada; conseqüentemente, poderiam ter uma maior probabilidade do que as famílias mais pobres de esquecer ou prestar informações errôneas sobre esses gastos. Além disso, a poupança estimada pode ser negativa em famílias capazes de financiar despesas recorrendo ao crédito ou à poupança acumulada ao longo de um determinado período de tempo, ou entre aquelas que tendem a subnotificar a renda familiar. Isso às vezes se reflete em taxas de poupança média interna negativas, particularmente quando os segmentos mais ricos da população estão sub-representados na amostra.

Qual é, então, o valor informativo das taxas de poupança familiar calculadas a partir das pesquisas domiciliares? A vantagem dessas fontes de dados é que permitem precisar a definição de consumo familiar tendo em conta a heterogeneidade dos mecanismos de poupança usados em diferentes contextos. Por exemplo, nos países com acesso limitado a instrumentos de poupança diversificados, algumas famílias podem optar por poupar comprando bens duráveis. Da mesma forma, em países com serviços públicos de educação e saúde deficientes, as famílias podem optar por investir nesses serviços para acumular capital humano. Embora nem todas os gastos em bens duráveis ou em saúde e educação sejam realizados como uma forma de poupança, as taxas de poupança alternativas (calculadas excluindo-se determinados tipos de gastos) podem ser informativas, especialmente em contextos nos quais se supõe que as formas não tradicionais de poupança sejam importantes, como é o caso da América Latina e do Caribe.

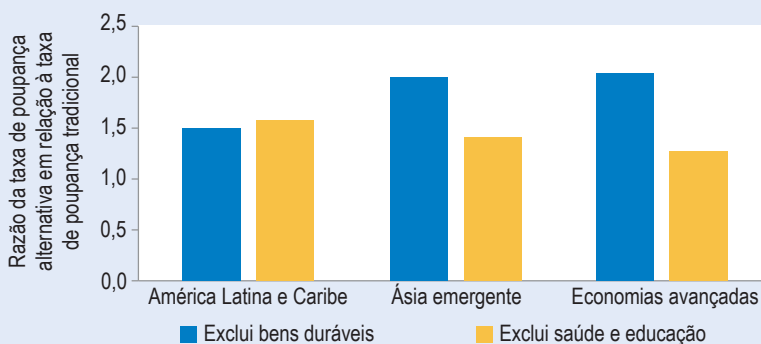
(continua na página seguinte)

QUADRO 2.2. (continuação)

A figura B2.1 informa a razão entre definições alternativas de taxas de poupança familiar em relação às definições-padrão (ou seja, taxas de poupança que usam todas as categorias de consumo sem discriminação) para países selecionados da América Latina e do Caribe, e para um conjunto menor de países asiáticos e de economias avançadas usados como comparação^d. A exclusão do consumo de bens duráveis dos gastos gera um aumento substancial das taxas de poupança em todas as regiões. Em média, as taxas de poupança, calculadas com base na suposição de que os bens duráveis são uma forma alternativa de poupança, aumentam 50% em relação à definição tradicional na América Latina e no Caribe. Esse aumento é ainda maior entre os países usados para fins de comparação: a razão das definições alternativas em relação às definições tradicionais de taxas de poupança sobe para aproximadamente 2,0 e 2,4 entre os grupos de controle na Ásia e nas economias avançadas, respectivamente. As diferenças regionais refletem o fato de que as famílias nos países dos grupos de comparação gastam uma fração maior das suas rendas em bens duráveis.

A exclusão do gasto em educação e saúde do consumo total produz um efeito comparativamente maior no cálculo aproximado das taxas de poupança resultante na América Latina e no Caribe do que no grupo de controle. Em média, as taxas de poupança da região são 1,6 vez mais elevadas depois que

Figura B2.1 Definições alternativas de taxas de poupança em relação à definição tradicional



Fonte: Cálculos próprios com base em dados de Bebczuk et al. (2015); Székely, Mendoza e Karver (2015); Hernani-Limarino, Jiménez e Mena (2015); e Centro de Estudios Educativos y Sociales (CEES). Estimativas para o México extraídas de Székely, Mendoza e Karver (2015) e para a Bolívia, de Hernani-Limarino, Jiménez e Mena (2015). Estimativas para todos os demais países da América Latina e do Caribe (Argentina, Brasil, Colômbia, El Salvador, Equador, Guatemala, Nicarágua, Panamá e Peru) extraídas de Bebczuk et al. (2015). Estimativas para a Ásia emergente (Sri Lanka, Tailândia e Taiwan) e economias avançadas (Estados Unidos, França e Japão) provenientes do Centro de Estudios Educativos y Sociales (CEES).

Nota: Taxas de poupança medidas como porcentagem da renda familiar. O uso de crédito de curto prazo (cartão de crédito) para financiar o consumo pode inflacionar o consumo estimado e, portanto, deprimir a poupança. Naturalmente, o oposto ocorre quando a dívida é quitada.

(continua na página seguinte)

QUADRO 2.2. *(continuação)*

os gastos em educação e saúde são eliminados do consumo, enquanto nas economias asiáticas e avançadas das amostras da comparação, essas taxas são 1,3 e 1,4 vez mais altas, respectivamente.

Em suma, estima-se que as taxas de poupança familiar são mais elevadas quando calculadas com base em uma definição diferente de poupança, que considera gastos em bens duráveis ou em saúde e educação como formas alternativas de poupança em vez de consumo. No entanto, não é possível observar a medida em que esses gastos são realmente usados como veículos de poupança, e essa medida pode variar de um país para outro, dependendo do contexto. Portanto as comparações de taxas de poupança alternativas entre países devem ser interpretadas com cautela.

Portanto, a evidência informada na figura B2.1 sugere que as famílias da América Latina e do Caribe destinam uma maior parte de sua renda disponível a investimentos de mais longo prazo em capital humano, do que as famílias da Ásia e das economias avançadas. O resultado é um aumento relativamente maior das taxas de poupança alternativas quando estas são calculadas excluindo-se do consumo os serviços de saúde e educação, em comparação com as taxas de poupança tradicionais (ou seja, calculadas sem discriminação por categorias de consumo). Essa evidência sugere que as taxas de poupança familiar tradicionais da América Latina e do Caribe podem ser puxadas para baixo devido à parcela relativamente alta que as famílias na região destinam ao consumo de serviços de saúde e educação, em comparação com as famílias de ambos os grupos de controle. Não se pode dizer o mesmo no caso de bens duráveis; a participação desses gastos no consumo total (e, portanto, as taxas de poupança alternativas) é menor na América Latina e no Caribe do que entre os países de comparação.

^a Nas contas nacionais, o setor habitacional normalmente inclui famílias, empresas não constituídas em sociedade e instituições sem fins lucrativos a serviço das famílias (ISFLSF). A renda familiar é extraída de estatísticas de trabalho nacionais, por sua vez baseadas em dados das folhas de pagamento das empresas e do governo; a renda global das empresas sem personalidade jurídica pode ser imputada da extrapolação da renda média dos trabalhadores autônomos. As contas do governo fornecem informações sobre contribuições sociais, benefícios, transferências e pagamentos de impostos que são necessários para calcular a renda disponível. O consumo familiar é calculado a partir dos valores das vendas no varejo compiladas pelos institutos nacionais de estatística, depois de deduzida a parcela das vendas destinada às empresas como consumo intermediário ou investimento.

^b Ver em Ravallion et al. (2003) uma medida das estimativas de consumo em todas as fontes de dados. Para evidências específicas da América Latina e do Caribe, ver Bebczuk et al. (2015), Hernani-Limarino, Jiménez e Mena (2015) e Székely, Mendoza e Karver (2015).

^c Por exemplo, para Hurst, Li e Pugsley (2014), os trabalhadores autônomos nos Estados Unidos subdeclararam sua renda em 30%, e isso tem implicações importantes para o cálculo da poupança.

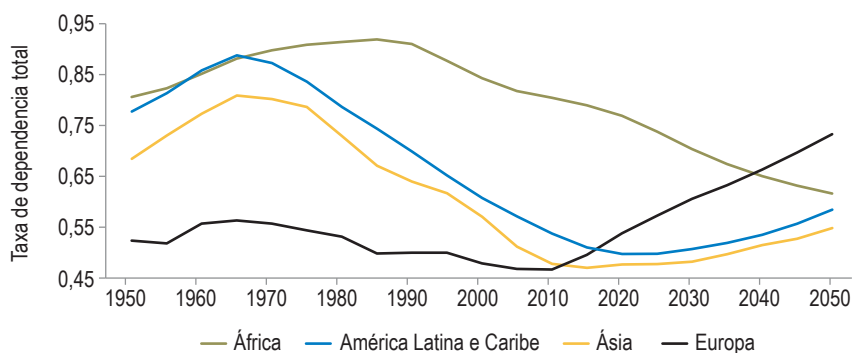
^d Os dados para a América Latina e o Caribe são de Bebczuk et al. (2015), Székely, Mendoza e Karver (2015) e Hernani-Limarino, Jiménez e Mena (2015). Os países da América Latina e do Caribe incluem Argentina, Bolívia, Brasil, Colômbia, El Salvador, Equador, Guatemala, México, Nicarágua, Panamá e Peru. A amostra de economias avançadas inclui Estados Unidos, França e Japão, enquanto a amostra de economias asiáticas inclui Sri Lanka, Tailândia e Taiwan.

fase, os avanços na atenção à saúde reduzem as taxas de mortalidade, especialmente da mortalidade infantil, aumentando, assim, a taxa de dependentes (nesse caso, as crianças) em relação à população em idade ativa. Na segunda fase, a fecundidade mais baixa leva a uma diminuição nas taxas de dependência, na medida em que o número de coortes (jovens) que se incorpora à população declina, enquanto o número de adultos que ingressa na força de trabalho aumenta. Na última fase, o aumento da esperança média de vida leva ao envelhecimento da população e a um aumento correspondente das taxas de dependência de idosos e, portanto, das taxas totais de dependência. Esse ciclo se estende por várias décadas, mas a duração de cada fase varia entre os países.

Durante a segunda fase (também conhecida como “bônus demográfico”), as taxas de dependência caem, reduzindo, portanto, a parcela da população com taxas de poupança negativas. Esse bônus demográfico deveria, assim, impulsionar as taxas de poupança total. Isso leva à seguinte pergunta: em que ponto da transição demográfica estão a América Latina e o Caribe? E até que ponto as relativamente baixas taxas de poupança são impulsionadas pela transição demográfica?

As taxas de dependência vêm caindo em todas as regiões, exceto na Europa, desde os anos 1960 (ver figura 2.7). Na Ásia, o declínio foi rápido: entre 1965 e 2010, o número de dependentes por 100 adultos em idade ativa caiu de 81 para apenas 48. Curiosamente, a América Latina e o Caribe seguiram um caminho semelhante. No início da transição demográfica, a taxa de dependência era maior do que na Ásia, com cerca de 89 dependentes para cada 100 adultos em idade ativa em 1965. Em 2010, esse número havia caído para 54. Segundo projeções das Nações Unidas, as taxas de dependência na Ásia e na América Latina e no Caribe atingirão o seu mínimo em algum momento entre 2015 e 2020, marcando o fim do bônus demográfico em ambas as regiões.

A sincronia da transição demográfica na Ásia e na América Latina contrasta fortemente com a divergência em seus padrões de poupança. Com base nessa observação, Cavallo, Sánchez e Valenzuela (2016) estudam a contribuição dos fatores demográficos para as taxas de poupança. Curiosamente, os fatores demográficos tiveram um impacto significativo nas taxas de poupança na Ásia, mas apenas um discreto impacto na América Latina e no Caribe¹¹. Ou seja, apesar das transições demográficas favoráveis semelhantes em ambas as regiões, e mesmo após outros fatores determinantes da poupança terem sido levados em conta, as taxas de poupança não aumentaram na América Latina tanto quanto na Ásia.

Figura 2.7 Taxas de dependência (jovens e idosos) por região

Fonte: Cálculos próprios com base em Cavallo, Sánchez e Valenzuela (2016) e Nações Unidas (2013).

Nota: A figura mostra a taxa de dependência total (taxa da população 0-14 anos e acima de 65 em relação à população 15-64 anos) em quatro regiões: Europa, Ásia, América Latina e Caribe e África. Uma taxa = 1 significa que há uma pessoa dependente por cada pessoa em idade ativa. Quanto maior a taxa, maior o número de pessoas dependentes em relação à população ativa.

Quaisquer que sejam os fatores que impediram o aumento das taxas de poupança na América Latina e no Caribe, apesar dos fatores demográficos favoráveis — tema que será tratado mais detalhadamente no capítulo 6 — esses resultados empíricos confirmam que a janela de oportunidade proporcionada pelo bônus demográfico está se fechando rapidamente. Além disso, países como Guiana, Paraguai, Bolívia, Haiti, Belize, Honduras, Nicarágua ou Guatemala, entre alguns outros onde as taxas de dependência ainda não atingiram o fundo (ver no capítulo 6 uma lista detalhada do ponto em que se encontra cada país da região na transição demográfica), não deveriam supor que o bônus demográfico que lhes resta aumentará, por si só, automaticamente, as taxas de poupança. Em vez disso, durante essa fase, deveriam promover ativamente a poupança privada — tanto obrigatória (ver capítulo 7) como voluntária (ver capítulo 9).

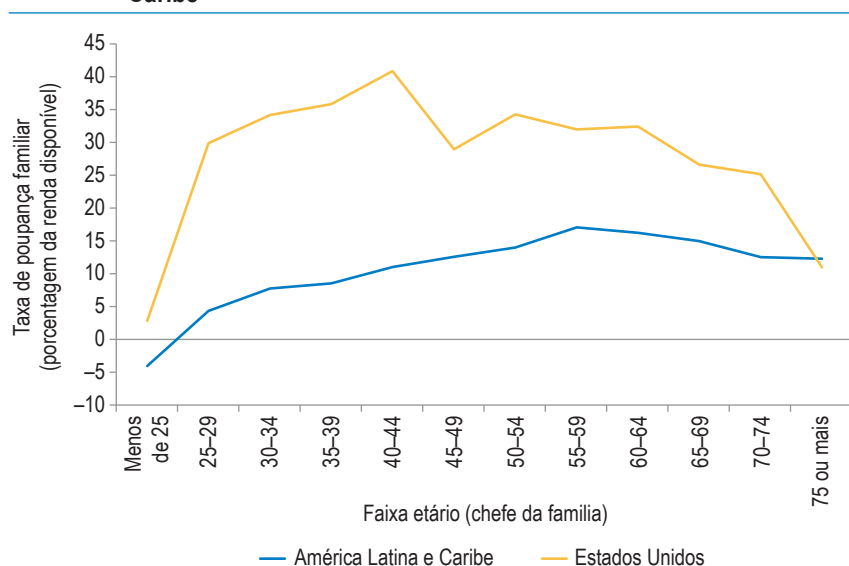
Velho demais para poupar?

As pessoas mudam seus padrões de poupança ao longo da vida para satisfazer seus diferentes desejos e necessidades. O padrão de poupança esperado é que as famílias jovens tomem emprestado, as famílias com adultos em idade ativa poupem, e as famílias mais velhas gastem sua poupança quando chegarem à aposentadoria. Na América Latina e no Caribe, as taxas de poupança familiar aumentam com a idade do chefe da família — mas não caem após a aposentadoria! As taxas de

poupança aumentam durante o ciclo de vida da grande maioria das famílias, atingindo seu pico na faixa etária entre 55 e 59 anos, para então estabilizar-se em torno de 15% após os 60 anos (ver figura 2.8). Em contrapartida, nos Estados Unidos as taxas de poupança aumentam apenas até os 40-44, quando passam a cair de forma constante.

Pesquisas recentes confirmam que as taxas de poupança permanecem relativamente elevadas, mesmo nas famílias em idade de aposentadoria (Székely, Mendoza e Karver, 2015; Tovar e Urrutia, 2014; Hernani-Limarino, Jiménez e Mena, 2015). Infelizmente, o fato de as pessoas pouparem ao longo de sua velhice não é necessariamente um bom sinal. Ao contrário, isso pode refletir as distorções que os altos níveis de informalidade e insegurança no trabalho, e a baixa cobertura previdenciária formal geram na capacidade de poupança durante os anos de idade ativa na América Latina. Os adultos em idade ativa na região simplesmente não poupam o suficiente para a aposentadoria. Isso explica por que os latino-americanos mais velhos continuam a trabalhar e poupar (mais informações sobre o tema nos capítulos 7 e 9).

Figura 2.8 Taxas de poupança familiar por faixa etária na América Latina e no Caribe



Fonte: Cálculos próprios baseados em Gandelman (2015a).

Nota: Todas as estimativas se baseiam nos dados mais recentes disponíveis em cada país. A região da América Latina e do Caribe é composta pela média simples de: Argentina, Bahamas, Barbados, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, Honduras, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, Trinidad e Tobago e Uruguai.

Evidências da Pesquisa da Base da Pirâmide (BoP, na sigla em inglês) do Banco Interamericano de Desenvolvimento (quadro 2.3) mostram que o comportamento de poupança de famílias chefiadas por pessoas entre 55 e 65 anos é semelhante ao de famílias chefiadas por pessoas mais jovens. Além disso, a proporção de chefes de família mais velhos que trabalham é de 38% no Brasil, 48% no México e 81% no Peru. Chefes de família mais idosos ganham quase a metade da renda do trabalho mensal de suas famílias e a probabilidade de estarem empregados no setor informal é maior, em comparação com chefes de família mais jovens. Apesar da sua participação ativa na força de trabalho, menos de um terço dos chefes dessas famílias conta com um plano de aposentadoria (21% no Peru, 23% no México e 36% no Brasil).

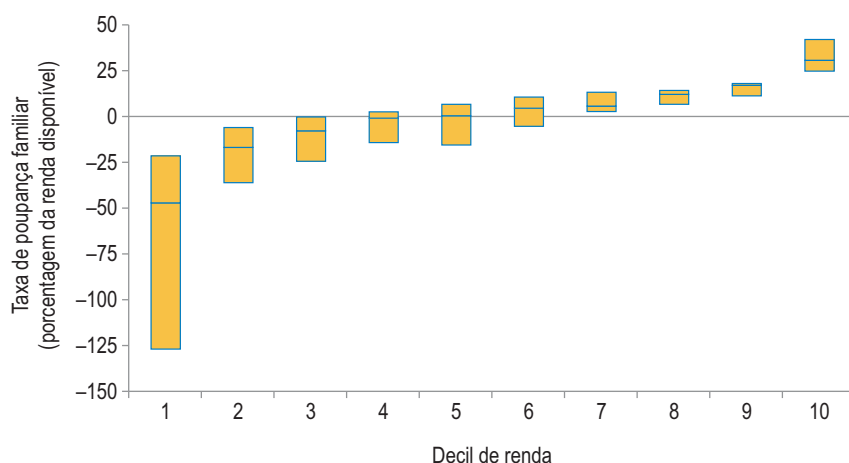
Tanto as distorções do mercado de trabalho como a poupança limitada para a aposentadoria acumulada durante anos de trabalho obrigam os idosos em toda a América Latina e no Caribe a continuar trabalhando e poupando além da sua idade de aposentadoria. Além disso, esse fenômeno está se tornando mais agudo; com o aumento da esperança de vida, as pessoas estão vivendo mais, e a maioria desses anos adicionais é posterior à aposentadoria (Bloom, Canning e Sevilla, 2001).

Renda maior, mais poupança

As pessoas que ganham mais, poupam mais (ver figura 2.9)¹². As famílias ricas da região poupam significativamente mais do que as famílias em situação de pobreza (como porcentagem dos seus rendimentos) em 10 dos 14 países para os quais há dados disponíveis (Gandelman, 2015b)¹³.

Na maioria dos países da região, mais de um terço (e às vezes metade) de todas as famílias gasta mais do que ganha, o que significa que tem taxas de poupança negativas. Essas famílias tendem a ser relativamente pobres. No entanto, essas taxas de poupança negativas não parecem ser financiadas pelo acesso ao crédito (Bebczuk et al., 2015), o que sugere que podem ser atribuídas a informações errôneas sobre renda e consumo (ver quadro 2.2)¹⁴.

Mas a despeito dos erros de mensuração, uma vez que aqueles que recebem rendas mais altas têm taxas de poupança mais elevadas do que os relativamente pobres, deduz-se que a poupança das famílias mais ricas representa a grande maioria da poupança familiar na região¹⁵. De fato, o país da mediana em cada decil de renda tem uma taxa de poupança positiva apenas nos cinco decis superiores (ver figura 2.9).

Figura 2.9 Taxas de poupança familiar por decis de renda

Fonte: Cálculos próprios com base em Gandelman (2015a).

Nota: As caixas informam os 25º, 50º e 75º percentis, calculados para a região usando as taxas de poupança familiar agregada (interna) para cada país e decil de renda. Todas as estimativas são baseadas nos dados mais recentes disponíveis. O decil de renda mais baixo é 1 e o decil de renda mais alto é 10. Os decis estão definidos em cada país, de forma que não são consistentes entre diferentes países em termos dos grupos de renda que representam. Os países incluídos nas estimativas regionais são Argentina, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, Equador, Honduras, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, Trinidad e Tobago e Uruguai. Os dados de Barbados e Bahamas foram excluídos porque as taxas de poupança estimadas são casos atípicos (são significativamente mais negativas do que a média).

Considerando-se todas as famílias com taxas de poupança líquidas positivas, independentemente do seu nível de renda, observa-se que uma média de 53% desses fluxos totais de poupança são gerados apenas pelo decil superior de renda (Bebczuk et al., 2015).

A conclusão é que a poupança familiar está desigualmente espalhada ao longo da distribuição de renda. A maior parte da poupança familiar provém daqueles que recebem rendas mais altas. A falta de poupança é, portanto, um problema particularmente sério para as pessoas em situação de pobreza.

Poupadores de baixa renda: muito esforço por (quase) nada

As taxas de poupança negativas entre as famílias de baixa renda sugerem que os relativamente pobres são devedores líquidos. A observação dos seus hábitos de poupança por meio de instrumentos mais especializados (quadro 2.3) conta uma história mais completa e complexa: as pessoas em situação de pobreza estão constantemente fazendo depósitos de

poupança, embora na maior parte usando instrumentos informais. Ainda mais significativo é o fato de que esses fluxos de poupança representam uma parte relativamente importante dos seus rendimentos mensais.

A família média na amostra da Pesquisa da Base da Pirâmide no Peru e no México destina 6% e 7% de sua renda mensal, respectivamente, à poupança. No Brasil, a taxa de depósito mensal em veículos de poupança é substancialmente inferior, 1% da renda mensal. Restringindo-se a amostra a famílias com depósitos positivos em instrumentos de poupança, os depósitos de poupança mensais equivalem, em média, a 12% da renda familiar no Peru, 23% no México e 8% no Brasil. Apesar desses fluxos, os estoques acumulados de poupança (isto é, a soma dos fluxos de poupança líquida) não são muito grandes, o que significa que essas famílias esgotam regularmente os seus estoques de poupança. Os estoques médios de poupança equivalem a 83%, 71% e 94% da renda mensal

QUADRO 2.3. MEDINDO A POUPANÇA FAMILIAR DIRETAMENTE

Instrumentos especializados e detalhados, tais como pesquisas financeiras, contribuem para uma caracterização mais precisa do comportamento da poupança familiar. O uso desses instrumentos permite medir a poupança familiar acumulada e os depósitos de poupança regulares diretamente e com maior frequência do que as pesquisas domiciliares^a. Em particular, a comparação do dinheiro reservado para fins de poupança e a poupança acumulada pode se tornar uma fonte de informação valiosa sobre a dinâmica da poupança no nível familiar, proporcionando um melhor entendimento das taxas de poupança observadas. Por exemplo, as estimativas de poupança calculadas como a diferença entre renda e consumo ao longo de um ano podem ocultar uma alta rotatividade de poupança com uma frequência de tempo maior.

No entanto, as medidas de poupança derivadas de pesquisas financeiras não são comparáveis às medidas indiretas calculadas como resíduos, seja das contas nacionais ou das pesquisas domiciliares. Em vez disso, as pesquisas financeiras geralmente capturam fluxos de poupança perguntando diretamente às famílias quanto elas reservam para fins de poupança durante um determinado período. As famílias que não poupam não informarão qualquer fluxo para instrumentos de poupança; portanto, as estimativas de poupança correspondentes estão limitadas inferiormente em zero. Em contrapartida, as pesquisas domiciliares e as contas nacionais medem os fluxos *líquidos* de poupança ao longo de um determinado período de tempo, o que implica que a poupança estimada pode ser negativa se o consumo for financiado pela poupança acumulada e/ou por créditos durante o período em questão.

(continua na página seguinte)

QUADRO 2.3 (continuação)

Entre o final de 2014 e o início de 2015, as divisões do Departamento de Pesquisa e Oportunidades para a Maioria do Banco Interamericano de Desenvolvimento realizaram pesquisas domiciliares exaustivas em áreas urbanas do Brasil, México e Peru^b. Essas pesquisas foram um híbrido de pesquisa domiciliar tradicional e pesquisa financeira. Os entrevistados eram chefes de família (75%) ou seus cônjuges (25%) com idades entre 18 e 65 anos. O principal objetivo dessas pesquisas foi identificar padrões de consumo e demandas não satisfeitas de famílias de baixa e média renda em diversas áreas, incluindo saúde, educação, tecnologia, habitação e serviços financeiros. A população-alvo foi a base da pirâmide, composta por indivíduos que vivem com US\$ 10 per capita ou menos por dia, convertidos conforme a paridade do poder de compra (PPC)^c. Devido à natureza das limitações da amostra, foram compilados dados sobre renda. Além disso, a pesquisa coletou informações sobre perfis socioeconômicos, demográficos e comportamentais, com ênfase especial em práticas financeiras, atitudes e comportamentos, tais como preferências intertemporais e de aversão ao risco, padrões de poupança e comportamento de endividamento.

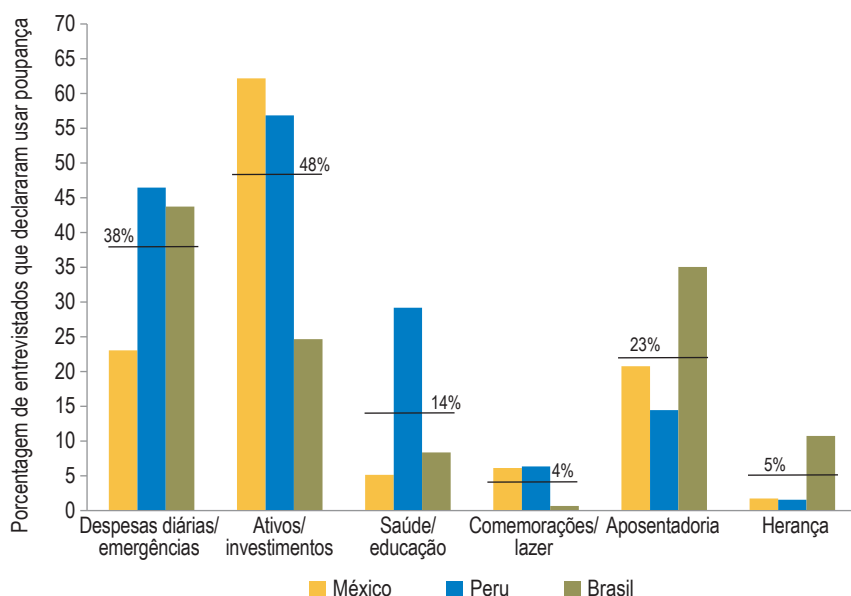
^a Os registros financeiros são uma ferramenta extremamente útil para medir os fluxos de caixa e as operações financeiras no nível familiar. No entanto, o nível de detalhes da transação, a frequência das visitas e a logística para chegar aos mais pobres são limitações que impõem tamanhos de amostras muito pequenos.

^b As amostras em todos os três países são nacionalmente representativas no nível urbano. A pesquisa teve um desenho de amostragem probabilístico estratificado em duas (ou três) etapas, com uma estratificação no nível regional em todos os três países.

^c Ver Ferreira et al. (2013) para mais detalhes sobre a definição desse limite de renda per capita.

no México, no Peru e no Brasil, respectivamente. Em outras palavras, a família média que poupa no México, por exemplo, detém um estoque de poupança que equivale a aproximadamente 3,6 meses de depósitos de poupança.

Em que as famílias usam as suas poupanças? A figura 2.10 ilustra a porcentagem de famílias em cada país que declara poupar para um determinado objetivo, em que vários usos podem coexistir. No México e no Peru, mais da metade das famílias poupa para adquirir bens ou fazer investimentos, enquanto apenas um quarto das famílias no Brasil poupa com esse objetivo em mente. Uma grande parte das famílias também poupa para cobrir despesas diárias ou emergências, o que é consistente com uma alta rotatividade da poupança acumulada. Um número relativamente menor de respostas inclui objetivos de mais longo prazo, tais como investimentos em saúde, educação ou aposentadoria.

Figura 2.10 Uso da poupança entre famílias da base da pirâmide

Fonte: As estimativas da pesquisa financeira são cálculos próprios baseados na Pesquisa da Base da Pirâmide (BoP).

Nota: As porcentagens somam mais de 100% porque várias respostas foram permitidas. As linhas horizontais representam a porcentagem média para cada uso de poupança em três países.

Em suma, as famílias mais pobres entram e saem dos veículos de poupança, mas não acumulam grandes estoques de poupança líquida ao longo do tempo. Esse padrão faz sentido, uma vez que essas famílias usam a poupança, principalmente, para pagar despesas de curto prazo ou financiar investimentos que exigem pequenas somas, em vez de usá-la para objetivos de longo prazo como o financiamento da aposentadoria. Esse comportamento pode refletir vários fatores, incluindo o leque limitado de opções de que as famílias mais pobres dispõem para ter acesso a mecanismos de poupança e a confiabilidade limitada desses mecanismos (ver capítulo 11). Além disso, algumas famílias podem ter dificuldade para evitar as tentações ou resistir às pressões sociais de membros da família ou de parentes e amigos externos (ver capítulo 9) para consumir em vez de poupar. Dada a importância da poupança para o bem-estar individual, é necessário entender a razão (ou a combinação de razões) por trás desse padrão para melhorar a construção de instrumentos financeiros que atendam às necessidades de poupança das famílias em situação de pobreza.

Conclusão

As taxas de poupança interna são baixas na América Latina e no Caribe em comparação com outras regiões. E são particularmente baixas no caso da poupança privada que é, paradoxalmente, o maior gerador de poupança na economia. A absorção relativamente maior de poupança externa não preencheu o vazio; assim, a poupança total (e, portanto, o investimento) na região é comparativamente menor.

Ao longo das últimas décadas, as baixas taxas de poupança interna na América Latina e no Caribe não têm refletido fatores demográficos adversos. De fato, a região tem desfrutado de uma transição demográfica favorável desde os anos 1960, mas, ainda assim, as taxas de poupança não aumentaram como se esperava; a região não gerou poupança (estoque amortecedor) quando as taxas de dependência estavam caindo. Agora que o bônus demográfico está chegando ao fim e a população está envelhecendo, gerar mais poupança será tanto mais difícil quanto mais urgente.

Este capítulo revela algumas distorções da poupança na região. Uma delas é que as pessoas são obrigadas a continuar trabalhando e poupando mesmo após a idade de aposentadoria, para compensar um déficit de poupança durante os seus anos de trabalho mais produtivos. Os latino-americanos estão vivendo mais, mas a velhice não lhes traz descanso, uma vez que precisam trabalhar e poupar para financiar uma esperança de vida mais longa.

A falta de veículos de poupança adequados para canalizar a poupança familiar cria outra série de distorções. A maior parte da poupança líquida é gerada pelas famílias de alta renda. No entanto, em uma reviravolta irônica, as famílias relativamente mais pobres destinam uma parcela significativa da sua renda mensal à poupança. Essas poupanças são usadas principalmente para satisfazer suas necessidades de dinheiro rápido ou de bens para suas casas ou empresas. Raramente essas poupanças chegam ao sistema financeiro, onde poderiam ser canalizadas para financiar os investimentos de longo prazo que promovem o bem-estar individual e o desenvolvimento nacional.

Notas

- ¹ Ver Grigoli, Herman e Schmidt-Hebbel (2014) para uma análise mais recente e exaustiva das implicações de diferentes teorias de consumo no comportamento de poupança.
- ² Por exemplo, Coeurdacier, Guibaud e Jin (2015) apresentam um modelo em que os fatores demográficos, o perfil etário e o crescimento heterogêneo da renda ao longo de gerações interagem com as restrições de crédito, resultando em padrões de poupança assimétricos entre países.
- ³ Este livro usa grupos de países definidos como segue, salvo indicação em contrário.

Economias avançadas: Alemanha, Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, Chipre, Dinamarca, Eslováquia, Eslovênia, Espanha, Estados Unidos, Estônia, Finlândia, França, Grécia, Irlanda, Israel, Itália, Japão, Letônia, Lituânia, Luxemburgo, Malta, Nova Zelândia, Noruega, Países Baixos, Portugal, República Checa, San Marino, Suécia, Suíça e Reino Unido.

Ásia emergente: China, Hong Kong, Indonésia, Malásia, República da Coreia, Singapura, Tailândia e Taiwan.

América Latina e Caribe: Argentina, Bahamas, Barbados, Belize, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, El Salvador, Equador, Guatemala, Guiana, Haiti, Honduras, Jamaica, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, República Dominicana, Suriname, Trinidad e Tobago, Uruguai e Venezuela.

África Subsaariana: África do Sul, Angola, Benin, Botsuana, Burkina Faso, Burundi, Cabo Verde, Cameroon, Chade, Comores, Costa do Marfim, Eritreia, Etiópia, Gabão, Gâmbia, Gana, Guiné, Guiné-Bissau, Guiné Equatorial, Lesoto, Libéria, Madagascar, Malawi, Mali, Maurício, Moçambique, Namíbia, Níger, Nigéria, Quênia, República Centro Africana, República Democrática do Congo, República do Congo, Ruanda, São Tomé e Príncipe, Senegal, Serra Leoa, Sudão do Sul, Suazilândia, Tanzânia, Togo, Uganda, Zâmbia e Zimbábue.
- ⁴ Estimativa com base em Becerra, Cavallo e Noy (2015), que realizam uma análise de regressão reduzida, seguindo a tradição de Loayza, Schmidt-Hebbel e Servén (1999) e Grigoli, Herman e Schmidt-Hebbel (2014).
- ⁵ As extremidades das linhas da figura excluem valores atípicos em termos estatísticos.
- ⁶ Os grupos de países denominados “Economias avançadas” e “Ásia emergente” refletem uma classificação dos países em duas dimensões

que tendem a gerar altas taxas de poupança interna: altos níveis de renda e taxas de crescimento rápidas, respectivamente (ver Grigoli, Herman e Schmidt-Hebbel, 2014). Portanto, considerando-se esses grupos de países, as taxas de poupança na América Latina e no Caribe parecerão mais baixas. No entanto, a América Latina e o Caribe, com sua taxa de poupança média de 17,5% em 1980–2014, apresentam taxas de poupança interna mais baixas do que outros grupos regionais de países definidos na classificação do Banco Mundial.

- ⁷ O ALC-7 é constituído por Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela que, em conjunto, respondem por mais de 90% do PIB regional.
- ⁸ No caso de Bebczuk e Cavallo (2016), a amostra efetiva é de 47 países — oito deles na América Latina e no Caribe — no período 1995–2013. No caso de Grigoli, Herman e Schmidt-Hebbel (2015), a amostra efetiva compreende 48 países ao longo de 1981–2012.
- ⁹ A média oculta um grau significativo de heterogeneidade entre países. Por exemplo, Székely, Mendoza e Karver (2015) mostram que, no caso do México, a poupança familiar representa 55% da poupança interna nas contas nacionais.
- ¹⁰ Ver Bebczuk e Cavallo (2016) para uma pesquisa recente da literatura sobre a evidência teórica e empírica de por que as famílias não rompem o véu corporativo.
- ¹¹ Cavallo, Sánchez e Valenzuela (2016) mostram que as taxas de dependência explicam, em média, até 22% da variação das taxas de poupança na Ásia, e apenas 3% da variação na América Latina e no Caribe. Esse resultado contrasta com o de Grigoli, Herman e Schmidt-Hebbel (2015), para quem a dependência demográfica é tão importante na América Latina e no Caribe como em outras regiões. Duas diferenças explicam os resultados diferentes. Em primeiro lugar o foco de Grigoli, Herman e Schmidt-Hebbel (2015) recai na poupança privada, enquanto Cavallo, Sánchez e Valenzuela (2016) focalizam as poupanças privada e pública. Em segundo lugar, para Grigoli, Herman e Schmidt-Hebbel (2015), o foco é a “dependência da velhice”, enquanto Cavallo, Sánchez e Valenzuela (2016) incluem a dependência dos jovens e a esperança de vida como variáveis demográficas adicionais e, portanto, seus resultados estão relacionados com os três fatores demográficos.
- ¹² Muitos estudos documentam que as taxas de poupança familiar aumentam com a renda. Ver Butelmann e Gallego (2000) para o

Chile; e Grigoli, Herman e Schmidt-Hebbel (2014) para o restante do mundo. Bebczuk et al. (2015) e Gandelman (2015a) documentam o mesmo fato para a América Latina e o Caribe.

- ¹³ Gandelman (2015b) correlaciona as taxas de poupança e a renda familiar ao longo da vida, enquanto instrumentaliza esse último com o nível de escolaridade do chefe de família e do cônjuge. O estudo usa um índice de riqueza como uma aproximação da renda ao longo da vida como estratégia adicional de identificação.
- ¹⁴ Em particular, Bebczuk et al. (2015) concluem que as famílias com taxas de poupança negativas são chefiadas por pessoas com menos anos de escolaridade, taxas de formalidade do trabalho mais baixas e uma participação um pouco maior das transferências governamentais e das remessas na renda total. Todos esses fatores podem estar ligados a uma subnotificação de renda. Pode ser também que o excesso de consumo seja financiado com poupança acumulada do passado, mas isso não pode ser confirmado com dados das pesquisas domiciliares.
- ¹⁵ Para estatísticas específicas por país, ver Gandelman (2015a).

3 Sistemas financeiros para valorizar a poupança

Nas economias avançadas, a maior parte da poupança é intermediada por instrumentos financeiros formais. Essa intermediação pode assumir uma de três formas: por meio de financiamento direto, em que os indivíduos adquirem instrumentos emitidos diretamente por empresas ou pelo governo; por meio de investidores institucionais que, em seguida investem nesses instrumentos; ou por intermediários financeiros formais, como os bancos. Em contrapartida, na América Latina e no Caribe grande parte da poupança familiar não passa pelo sistema financeiro formal. Algumas famílias — em geral as menos ricas — mantêm poupança em instituições não reguladas, compram bens duráveis ou outros ativos como forma de poupar, ou simplesmente guardam seu dinheiro “embaixo do colchão”. Outras famílias — geralmente as famílias mais ricas — compram ativos no exterior ou investem em imóveis, evitando por completo passar pelo sistema financeiro nacional.

Os sistemas financeiros da América Latina e do Caribe em geral são pouco desenvolvidos, o que limita o acesso ao crédito¹. Crédito restrito é o outro lado da moeda da escassez de poupança em instrumentos ou instituições financeiras formais. De fato, como mostra claramente o estudo exaustivo de Levine (2005) sobre finanças e desenvolvimento, os sistemas financeiros têm cinco funções estreitamente inter-relacionadas: gerar informações *ex-ante* sobre possíveis investimentos e alocar-lhes capital; monitorar investimentos e exercer governança corporativa após a concessão de financiamento; facilitar a negociação, a diversificação e a gestão de riscos; mobilizar e agrupar poupança; e facilitar o intercâmbio de bens e serviços².

Este capítulo é dedicado à intermediação financeira e, principalmente, à quarta função: mobilizar e agrupar poupança. Em particular,

explora por que na América Latina e no Caribe o sistema financeiro não tem sido capaz de desempenhar essa função de forma eficiente.

Nos sistemas financeiros, pequeno não é sinônimo de belo

Um sistema financeiro eficiente deve promover a poupança, propiciando acesso fácil e conveniente a instrumentos de poupança apropriados oferecidos por instituições de alta qualidade, confiáveis e a um custo razoável. Obviamente, não há um desenho ideal único para um sistema financeiro; muitos instrumentos e estruturas potenciais de sistemas financeiros podem ser igualmente eficientes³. A comparação de diferentes sistemas financeiros de economias avançadas, bem-sucedidas, com diferentes taxas de poupança e sistemas financeiros profundos confirma esse ponto.

Em alguns sistemas (como os dos Estados Unidos e Reino Unido), o financiamento direto por meio dos mercados de capitais é relativamente mais importante. As empresas emitem ações e títulos, que são compradas por indivíduos ou por investidores institucionais, que reúnem em um fundo comum as poupanças dos indivíduos. Em outros países, como a Alemanha e o Japão, os intermediários financeiros, entre eles os bancos, são relativamente mais importantes, pois oferecem contas de poupança e financiamento às empresas. Os bancos desempenham um papel crucial na alocação de capital e na orientação da governança corporativa das empresas, por meio de representação em conselhos. Nos sistemas financeiros dominados pelos mercados de capitais, os preços do mercado de ações — e, no limite, as aquisições hostis — têm um papel disciplinador, em oposição ao papel de monitoramento mais direto exercido pelas instituições financeiras nos sistemas dominados pelos bancos⁴. No entanto, em todas as economias avançadas, com sistemas financeiros desenvolvidos, há tanto financiamento direto como intermediários financeiros; a questão não está em escolher entre um ou outro, mas sim no equilíbrio entre os dois e nos papéis precisos e mais sutis que cada um pode exercer⁵.

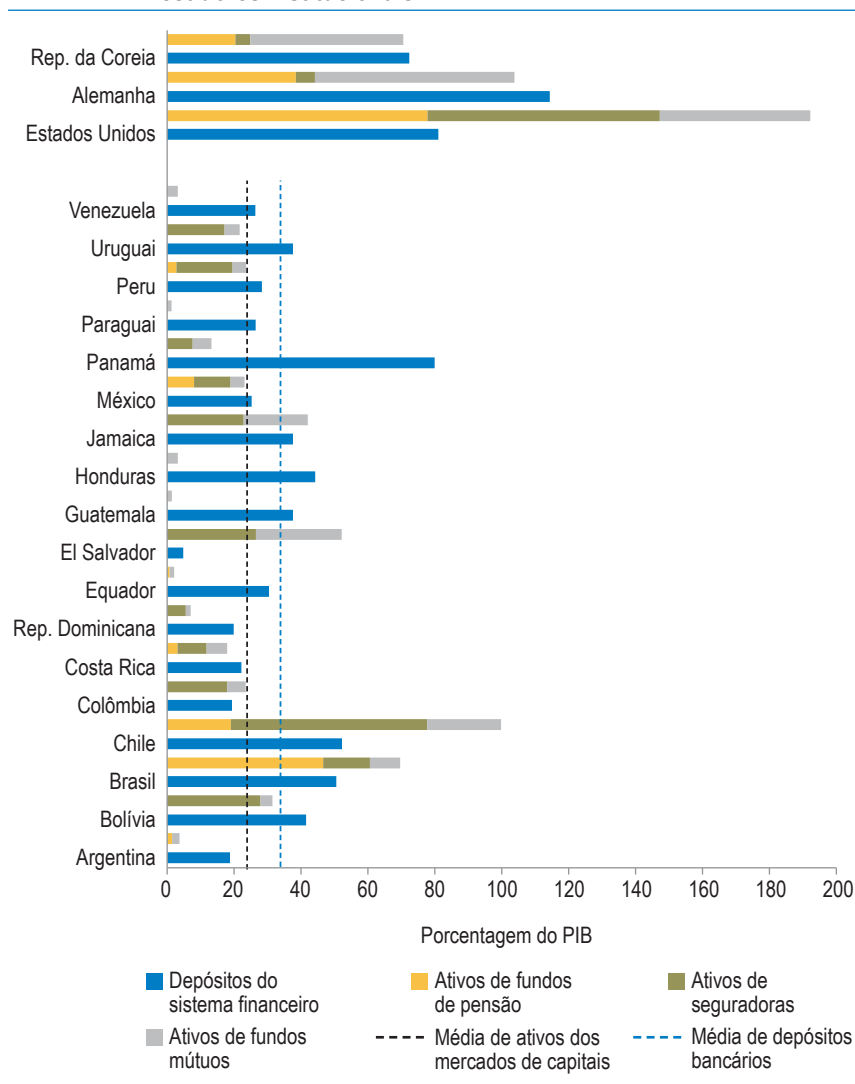
Na América Latina e no Caribe, a tendência dos bancos tem sido dominar o sistema financeiro, embora os mercados de capitais estejam crescendo. A maioria das pessoas não compra ações ou títulos diretamente, mas os possuem indiretamente por meio de fundos mútuos, fundos de pensão, ou seguradoras. O porte desses investidores institucionais na região tem aumentado, e em alguns países eles atualmente são atores-chave.

A maior parte das poupanças financeiras da região é mantida em bancos e outras instituições financeiras. Em média, os depósitos dos bancos excedem o total dos ativos dos fundos de pensão, fundos mútuos e seguradoras combinados, na América Latina e no Caribe (ver figura 3.1). O desenvolvimento financeiro em um país típico da América Latina e do Caribe está muito aquém do de países como os Estados Unidos, com a sua enorme gama de investidores institucionais, e do da Alemanha, onde os bancos são relativamente muito maiores, e até mesmo do da República da Coreia, onde os bancos e os investidores institucionais estão mais ou menos no mesmo nível.

Os países variam consideravelmente na região em termos da gestão de depósitos e ativos (ver figura 3.1). Por exemplo, no Brasil, a indústria de fundos mútuos tem crescido significativamente, e o valor dos ativos sob sua gestão está próximo do total de depósitos do setor bancário. No Chile, os ativos dos fundos de pensão excedem os depósitos bancários, seguidos de perto pela soma dos ativos das seguradoras e dos fundos mútuos. O México tem um mercado de títulos corporativos de grande porte. Esses ativos estão normalmente nas mãos dos fundos de pensão e fundos mútuos, que em conjunto rivalizam com o volume acumulado em depósitos bancários. E na Colômbia, os ativos dos fundos de pensão são praticamente comparáveis aos depósitos bancários.

Como os sistemas financeiros da região poderiam mudar à medida que os mercados de capitais crescem?⁶ Sistemas financeiros mais baseados nos mercados de capitais tendem a promover a transparência e a informação, o que é geralmente considerado um benefício. Por outro lado, também podem promover uma maior instabilidade. Em 2002, antes da crise financeira global, Rajan e Zingales (2003), descrevendo um fenômeno semelhante na Europa continental, alertaram para esse *trade-off*. Ainda assim, a América Latina e o Caribe experimentaram uma instabilidade econômica significativa no passado, apesar de terem um sistema financeiro mais baseado em bancos; de fato, como resultado, a região melhorou a supervisão dos bancos e do mercado de capitais e tem se mostrado extremamente conservadora na sua regulação de instrumentos financeiros mais exóticos. Essa abordagem certamente ajudou a região a superar com relativa facilidade a recente crise financeira global (Powell, 2015). Isso também pode permitir à região uma transição para um sistema mais baseado no mercado de capitais, mantendo, ao mesmo tempo, a estabilidade financeira.

Figura 3.1 Depósitos do sistema financeiro e ativos sob gestão de diferentes investidores institucionais



Uma pergunta relacionada é se, à medida em que crescerem, os mercados de capitais assumirão a função dos intermediários ou, em outras palavras, se os mercados de capitais são substitutos ou complementos das instituições financeiras⁷. Dada a evolução do panorama e a

diversidade da região, a América Latina e o Caribe propiciam um terreno fértil para analisar essa questão. Uma análise nova sugere que na América Latina e no Caribe — como no restante do mundo — os bancos e os investidores institucionais são complementos e não substitutos⁸. Isso significa que os bancos e mercados de capitais têm crescido juntos. Os mercados de capitais não estão assumindo o lugar dos bancos, embora ambos cresçam mais rapidamente em alguns países do que em outros. Nesse sentido, a região não parece ser diferente do restante do mundo.

Em última análise, para que os mercados de capitais cresçam os investidores externos devem se sentir à vontade, seja comprando instrumentos de dívida ou investindo em ações emitidas pelas empresas. Por sua vez, isso requer o cumprimento de um conjunto de condições. É preciso que haja boas informações disponíveis sobre as atividades das empresas. As contas financeiras devem ser significativas e transparentes, o que por sua vez significa que os auditores estão fazendo o seu trabalho e estão sendo punidos se não o fazem. As agências de classificação de risco devem funcionar de forma eficiente; isso poupa aos investidores individuais o trabalho de analisar cada empresa, o que implicaria custos proibitivos. A governança corporativa deve ser eficaz para que os investidores externos em ações ou títulos não pensem que um grupo interno de acionistas se aproveitará deles⁹.

A América Latina e o Caribe em geral têm pontuações bem baixas nesses aspectos importantes e que constituem o que se poderia denominar a “tubulação” que permite aos recursos fluírem livremente dos investidores para os usuários. Essa pode ser a razão pela qual os mercados financeiros têm permanecido pequenos até hoje, e que explica por que os intermediários financeiros, especialmente os bancos, continuam a dominar. De fato, um dos papéis dos intermediários financeiros é, precisamente, “representar” os pequenos investidores, dada a sua provável falta de influência nas empresas¹⁰. Portanto, os intermediários financeiros podem desempenhar um papel muito importante no sentido de aumentar o volume de poupanças financeiras. Mas, para tanto, devem construir uma reputação sólida para que os investidores se sintam à vontade confiando-lhes o que podem ser suas economias de toda uma vida. Eles também devem oferecer conveniência e instrumentos adequados, com um retorno razoável.

Apesar do crescimento recente, os sistemas bancários da região permanecem relativamente pequenos em relação ao PIB, especialmente se comparados a outros sistemas dominados por bancos. A instabilidade

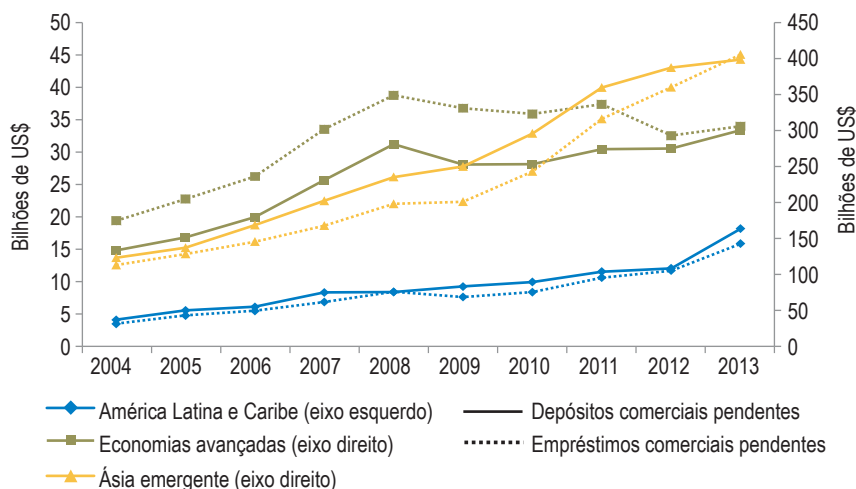
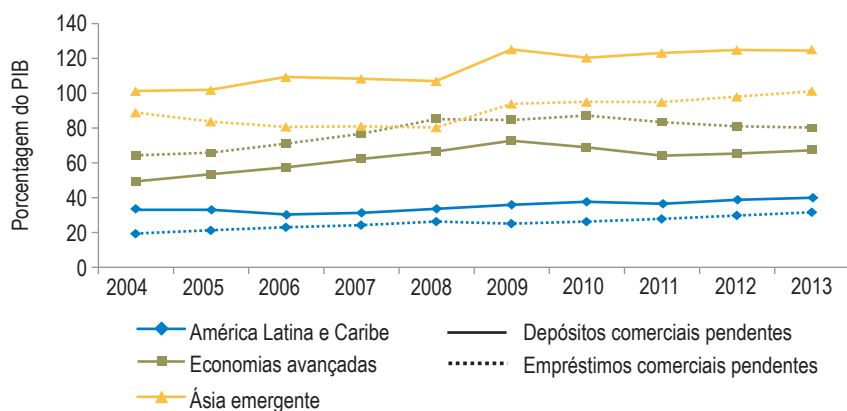
macroeconômica e a proteção deficiente dos direitos de propriedade dos investidores são frequentemente citadas como barreiras subjacentes a um maior desenvolvimento financeiro¹¹. Embora o sistema bancário mediano da região tenha crescido até atingir quase 40% do PIB em depósitos, essa porcentagem continua sendo muito inferior àquelas do sistema bancário da economia média da OCDE e do Sudeste Asiático. Além disso, como há economias menores na região, o tamanho absoluto dos sistemas financeiros da região é consideravelmente inferior aos dos países de referência. A mediana do sistema bancário na OCDE tem cerca de US\$ 300 bilhões em depósitos, em comparação com apenas US\$ 15 bilhões na América Latina e no Caribe (figura 3.2).

Os sistemas financeiros de grande porte têm duas vantagens muito importantes. A primeira são as economias de escala, que permitem a grandes bancos operar com margens baixas¹². Isso pode significar retornos mais elevados para os poupadores e custos mais baixos para os tomadores de empréstimos — a menos que as rendas sejam capturadas pelos banqueiros. A segunda vantagem é que esses sistemas podem mobilizar grandes quantidades de financiamento para grandes projetos, superando os problemas de indivisibilidade. Grandes projetos podem exigir financiamento considerável, o que pode ser uma limitação em alguns países que carecem de grandes intermediários financeiros¹³. O impacto da escala nos custos de intermediação financeira é abordado mais detalhadamente no capítulo 11.

Poupança formal v. poupança informal: o que importa é a qualidade

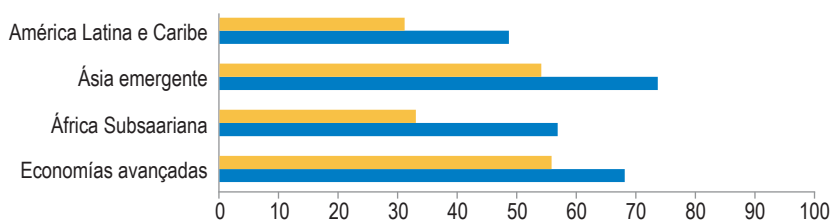
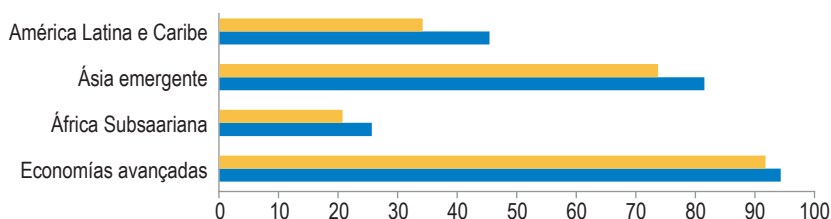
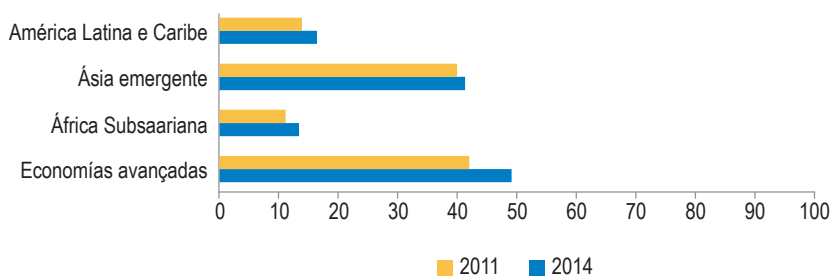
A forma como os intermediários financeiros operam determina não apenas a quantidade da poupança, mas também sua qualidade. Para melhorar a qualidade da poupança, o intermediário deve estar totalmente integrado ao sistema financeiro do país. Isso assegura uma alocação eficiente da poupança, o que por sua vez lhe permite oferecer melhores retornos. As instituições também devem ser reguladas de forma adequada e ter um alto padrão de governança corporativa para que o capital possa ser alocado de forma eficiente.

A seção anterior abordou os mercados financeiros formais e os intermediários financeiros formais. Mas na América Latina e no Caribe, a poupança por meio de mecanismos mais informais constitui uma parte considerável dos ativos financeiros de muitas famílias. Em média, 48% das famílias da região declaram ter alguma poupança (figura 3.3, painel

Figura 3.2 Mediana do sistema bancário, OCDE e países da América Latina e do Caribe**a. Empréstimos e depósitos (bilhões de US\$)****b. Empréstimos e depósitos (porcentagem do PIB)**

Fonte: Elaboração própria com base em dados da Financial Access Survey, FMI.
 Nota: Ver nota 3 do capítulo 2 para a lista de países em cada grupo de países.

a), e 45% informam que têm conta em uma instituição financeira formal, mas apenas 16% admitem poupar por meio de instituições formais (painel b), segundo dados compilados pela base de dados Findex do Banco Mundial¹⁴. Essas médias colocam a América Latina no nível da África Subsaariana (região com renda per capita significativamente inferior) e são muito baixas em comparação com as economias avançadas e da Ásia emergente (ver figura 3.3).

Figura 3.3 Inclusão financeira por região**a. Porcentagem de pessoas que pouparam algum dinheiro****b. Porcentagem de pessoas que possuem uma conta****c. Porcentagem de pessoas que pouparam em instituições financeiras**

Fonte: Base de dados do Global Financial Inclusion (Findex) do Banco Mundial.

Nota: Todas as medidas são médias simples de país. Painel a: Pouparam algum dinheiro no ano anterior: denota a porcentagem de entrevistados que declararam ter poupado ou guardado algum dinheiro nos últimos 12 meses (porcentagem de entrevistados com mais de 15 anos). Painel b: Conta em uma instituição financeira: denota a porcentagem de entrevistados que declararam ter uma conta (individual ou conjunta) em um banco ou em outro tipo de instituição financeira (para mais detalhes, ver definições específicas por ano) (porcentagem de entrevistados com mais de 15 anos). Painel c: Pouparam em uma instituição financeira: denota a porcentagem de entrevistados que declararam ter poupado ou guardado algum dinheiro em um banco ou em outro tipo de instituição financeira nos últimos 12 meses (para mais detalhes, ver definições específicas por ano) (porcentagem de entrevistados com mais de 15 anos). Ver nota 3 do capítulo 2 para a lista de países em cada grupo de países.

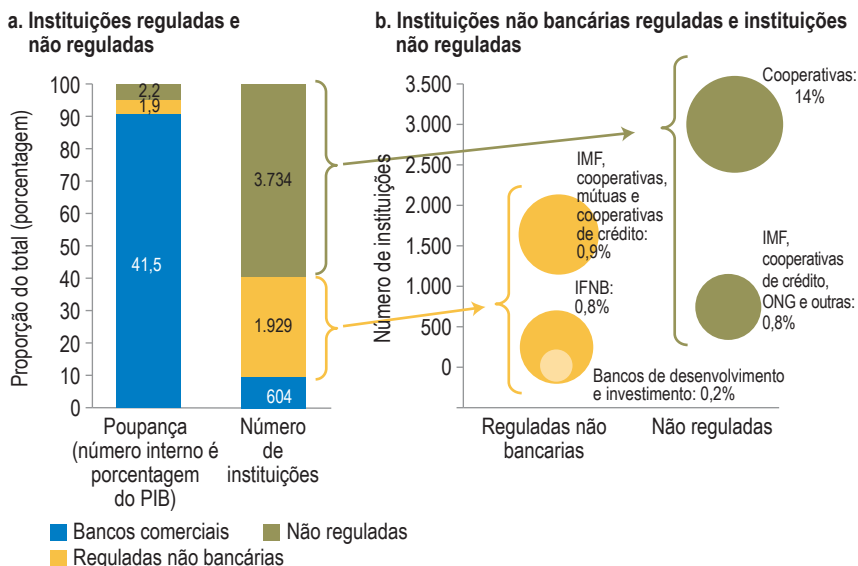
Para aonde vai o restante da poupança? Uma fração é canalizada por meio de instituições financeiras informais. De fato, considerando-se tanto as instituições financeiras formais como informais, a composição

dos sistemas financeiros da América Latina e do Caribe é complexa. A maioria dos países tem um grande número de instituições financeiras de pequeno porte, do tipo cooperativa. Além disso, outros tipos de instituições, dentre elas as organizações não governamentais (ONGs), prestam serviços financeiros. As instituições de microcrédito têm crescido consideravelmente em vários países da região, e algumas delas também oferecem instrumentos semelhantes a depósitos (Trujillo e Navajas, 2014). Normalmente, essas instituições menores operam apenas em uma localidade ou região específica, e podem não estar integradas aos sistemas financeiros dos países¹⁵. Como são as famílias relativamente pobres que poupam usando essas alternativas, o montante total dos depósitos nessas instituições pode ser menor do que os depósitos em bancos formais; no entanto, são muito significativos em termos do número de contas e carteiras de poupança dessas famílias mais pobres. Se as poupanças estiverem muito dispersas — seja em pequenas instituições financeiras formais ou informais — e não estiverem agrupadas por meio do sistema financeiro, podem não ser alocadas da maneira mais eficiente. Por sua vez, os retornos oferecidos aos poupadores podem ser baixos, reduzindo, assim, o volume total de poupança¹⁶.

Como mostra o painel a da figura 3.4, há 604 bancos comerciais em 20 países da região, com depósitos que totalizam cerca de 42% do PIB. Quase 2.000 instituições financeiras não bancárias reguladas detêm cerca de 2% do PIB em depósitos e cerca de 4.000 instituições não reguladas respondem pelos outros 2,2%. Entre as instituições financeiras não bancárias reguladas, há 10 bancos de desenvolvimento e 14 bancos de investimento com depósitos totais de 0,2% do PIB (painel b). Há 116 instituições de microcrédito (IMF); 1.413 cooperativas; 14 fundos mútuos; e 104 associações de crédito. Juntos, seus depósitos equivalem a cerca de 1% do PIB, em média. As instituições não reguladas são principalmente cooperativas (quase 3.000 das 4.000 instituições não reguladas da amostra); seus depósitos equivalem a 1,4% do PIB. Os depósitos entre as demais instituições não reguladas são responsáveis por 0,8% do PIB.

Além disso, as famílias podem estar poupando na forma de ativos não financeiros, que abrangem de jóias e bens de consumo, tais como refrigeradores e veículos, a casas e outros bens. São vários os motivos pelos quais essas famílias optam por essas alternativas. Em alguns casos, os poupadores podem não ter a documentação necessária para abrir uma conta; podem viver distantes de uma instituição financeira;

Figura 3.4 Tipos de instituições financeiras: número e proporção da poupança como porcentagem do PIB



Fonte: Cálculos próprios com base em dados de Trujillo e Navajas (2014).

Notas: Painel a: o eixo vertical mostra a porcentagem do total. Os números dentro da primeira coluna mostram a poupança como porcentagem do PIB, média simples em diferentes países da região. Os números dentro da segunda coluna mostram o número total de instituições. Painel b: o tamanho do círculo ilustra a média da poupança como porcentagem do PIB, média simples de países.

IMF = instituições microfinanceiras.

IFNB = instituições financeiras não bancárias. Incluem-se empresas/corporações financeiras, instituições de crédito hipotecário, empresas fiduciárias, fundo financeiro privado na Bolívia, entidades offshore na Guatemala, SOFOMER (Sociedades Financieras de Objeto Múltiple [entidades reguladas]) no México, associações de poupança e empréstimo, instituições financeiras rurais, IFE (Instituciones Financieras Externas) no Uruguai.

Série do PIB usada: PIB de 2013 em dólares correntes dos EUA (Fonte: Indicadores de Desenvolvimento Mundial).

Países incluídos: Argentina, Barbados, Belize, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, El Salvador, Equador, Guatemala, Haiti, Honduras, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, República Dominicana e Uruguai. Bahamas e Venezuela foram excluídas por falta de dados completos.

a abertura ou manutenção de uma conta pode ser demasiado cara; ou podem simplesmente carecer de informações sobre o funcionamento das instituições financeiras ou não confiar nelas. Nos países em que as pessoas tendem a desconfiar do sistema financeiro — seja porque um histórico de inflação relativamente alta corroeu o valor real da poupança, ou porque as crises bancárias dizimaram suas poupanças financeiras — os poupadores procuram proteger o valor real de suas poupanças, investindo em ativos com um histórico melhor como depósito de valor¹⁷. No caso da Argentina, uma parte substancial da poupança é canalizada por meio do mercado imobiliário (ver quadro 3.1).

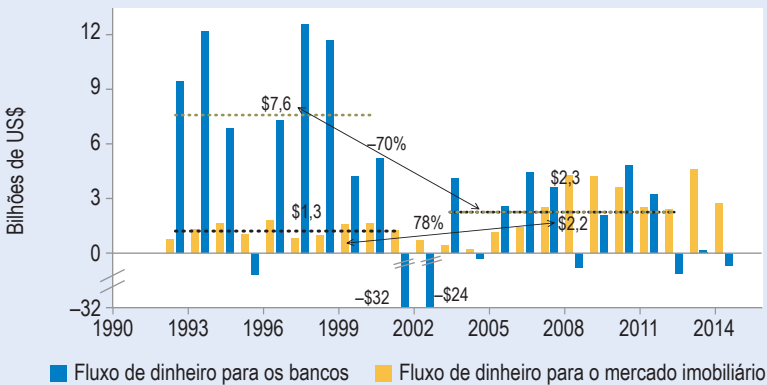
QUADRO 3.1. O SETOR IMOBILIÁRIO RESIDENCIAL NA ARGENTINA: UM ÍMÃ PARA A POUPANÇA^a

Em um contexto de alta volatilidade macroeconômica, o setor imobiliário residencial tem sido uma modalidade popular de investimento entre os poupadores. Após a crise financeira de 2001-02, quando o governo e muitas instituições privadas reestruturaram a dívida e a moeda de vários contratos financeiros passou de dólar para peso, os argentinos canalizaram suas poupanças cada vez mais para o setor imobiliário.

Como mostrado na figura B3.1, de 1992 até 2000 os depósitos a prazo nos bancos aumentaram em média US\$ 7,6 bilhões por ano, enquanto entre 2003 e 2012 esse aumento médio foi de apenas US\$ 2,2 bilhões por ano, implicando uma redução de 70%. Por outro lado, novas poupanças canalizadas para o setor imobiliário subiram 78% (valores em dólares constantes de 2014). Durante o primeiro período, para cada dólar investido no setor imobiliário, cerca de seis dólares foram para novos depósitos a prazo. Durante o segundo período, para cada dólar destinado ao setor imobiliário, apenas 99 centavos foram para novos depósitos a prazo.

Na cidade de Buenos Aires, enquanto entre 1992 e 2001 os fluxos para o setor imobiliário responderam por cerca de 8,4% do total da poupança, no período 2003-12 subiram para mais de 13,3% da poupança, ou seja, um aumento de 57% no quociente (ver figura B3.2).

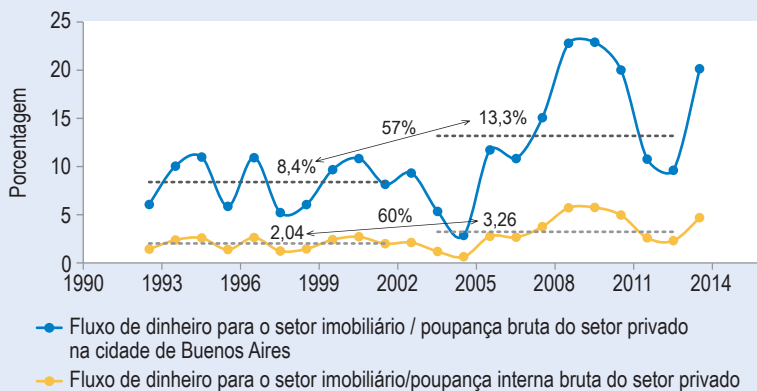
Figura B3.1 Alocação de novas poupanças: setor imobiliário v. bancos



Fonte: Elaboração própria com base em Cruces (2016).

Nota: Esta figura compara o fluxo de novas poupanças canalizadas para o setor imobiliário com aquele canalizado para depósitos bancários a prazo. Os fluxos para o setor imobiliário referem-se apenas à Cidade de Buenos Aires, enquanto o aumento em depósitos corresponde ao conjunto do setor bancário do país. Como referência, a Cidade de Buenos Aires respondeu por cerca de um quarto do PIB nacional durante ambos os períodos. Todos os números estão em dólares constantes de 2014.

(continua na página seguinte)

QUADRO 3.1. (continuação)**Figura B3.2** Poupança canalizada para o setor imobiliário como fração da poupança da cidade e da poupança interna

Fonte: Elaboração própria baseada em Cruces (2016).

Além disso, na década de 2003-12, o mercado imobiliário absorveu 27% a mais de metros quadrados do que durante o período 1992-2001. Como o mercado imobiliário reagiu? Cruces (2016) conclui que as taxas de aluguel reais caíram significativamente para equilibrar a oferta e a demanda: as taxas líquidas de aluguel despencaram de uma média de 7,1% entre 1992 e 2001 para uma média de 2,7% a partir de 2003. No final da amostra, o rendimento líquido do aluguel era de apenas 1,5% ao ano.

O rendimento líquido do aluguel de residências pode ser comparado aos retornos sobre investimentos alternativos para estimar a perda de eficiência (custo de oportunidade) do dinheiro investido em imóveis. Uma faixa razoável de retorno do investimento em infraestrutura, por exemplo, seria de 5% a 15% (ver Campos, Serebrisky e Suárez-Alemán, 2015). Usar essa referência implica uma perda de eficiência estimada entre US\$ 800 milhões e US\$ 3 bilhões de dólares por ano. O extremo superior dessa faixa equivale a uma perda de 2,5% do PIB da cidade de Buenos Aires por ano. Embora do ponto de vista do investidor individual possa fazer sentido canalizar tanta poupança para o setor imobiliário, para o conjunto da sociedade isso é ineficiente^b.

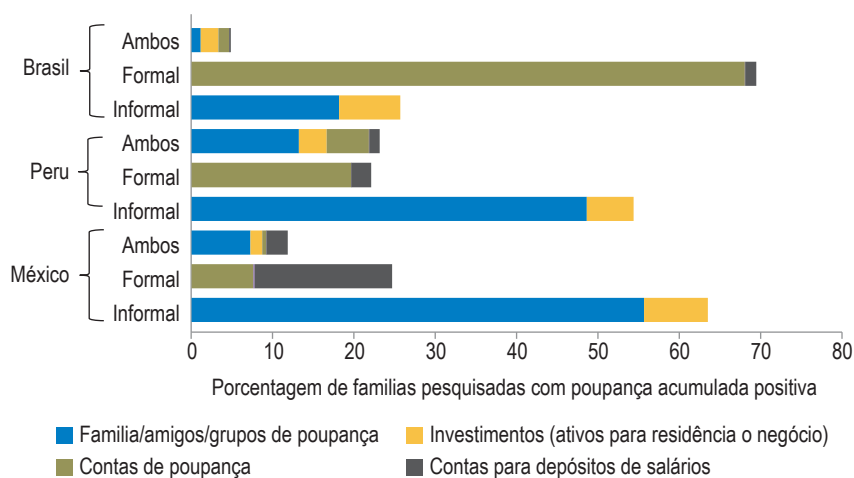
^a Quadro baseado em Cruces (2016).

^b Esse exercício é acompanhado por várias advertências. Para começar, presume-se que todo o estoque de novas moradias fosse oferecido para aluguel. Isso não foi necessariamente o que ocorreu. Se as pessoas constroem novas casas para ocupá-las ou vendê-las a novos ocupantes, isso tem um valor subjetivo para o proprietário. Não obstante, claramente os preços dos aluguéis caíram porque o mercado não pôde absorver todo o novo estoque de moradias. A análise sugere que quantidades substanciais de recursos obtêm rendas muito baixas no setor imobiliário, enquanto o financiamento para os investimentos produtivo escasseia.

A poupança canalizada para o mercado imobiliário é mais comum entre as famílias de alta renda. Como observado no capítulo 2, as famílias em situação de pobreza dependem em grande medida de estratégias de poupança informais, o que inclui manter dinheiro em casa ou com familiares/amigos, grupos de poupança, emprestar para outras pessoas, comprar e guardar jóias e outros bens e investir em empresas familiares. O uso desses mecanismos é especialmente comum entre as famílias mais propensas a serem excluídas dos sistemas financeiros formais. Novamente, embora essas formas de poupança não constituam uma parte importante do total da poupança interna, podem ser um componente essencial da carteira de poupança das famílias individuais.

No Brasil, no México e no Peru, as famílias em situação de pobreza e de renda média são mais propensas a fazer depósitos mensais em instrumentos de poupança informais do que a usar contas bancárias ou outros instrumentos formais, de acordo com dados coletados em pesquisas financeiras específicas (ver capítulo 2). No México e no Peru, 20% e 33% de todas as famílias pesquisadas declaram poupar por meio de uma variedade de mecanismos informais, enquanto 14% e 30% delas poupam usando contas bancárias, respectivamente. No Brasil, por outro lado, a taxa de poupança é baixa, independentemente do instrumento: apenas 4% das famílias pesquisadas poupam informalmente, enquanto 10% o fazem formalmente. Evidências preliminares da Colômbia revelam um padrão semelhante ao do México e do Peru:¹⁸ de 16,5% de pessoas que declaram poupar em 2013, apenas 25% o fizeram por intermédio de instrumentos formais.

A figura 3.5 mostra como a poupança é distribuída no México, no Peru e no Brasil, por instrumento e carteira de poupança entre aqueles que poupam e mantêm estoques de poupança positivos¹⁹. Vários padrões são claramente observados. Em primeiro lugar, a grande maioria das famílias pesquisadas que poupa informalmente nesses três países, o faz principalmente por meio de familiares, amigos, grupos de poupança, ou empréstimos a terceiros, e em menor medida pela compra de ativos para sua casa ou empresa. Em segundo lugar, as famílias que poupam formalmente usam contas de poupança e contas para depósitos de salários, mas não outros instrumentos financeiros que podem fornecer maiores retornos de longo prazo, tais como depósitos a prazo e fundos mútuos (o total de instrumentos de poupança de longo prazo entre as famílias que poupam formalmente é inferior a 0,5%). Em terceiro lugar, as famílias que poupam por meio de instrumentos tanto

Figura 3.5 Carteira de poupança entre famílias de baixa e média renda

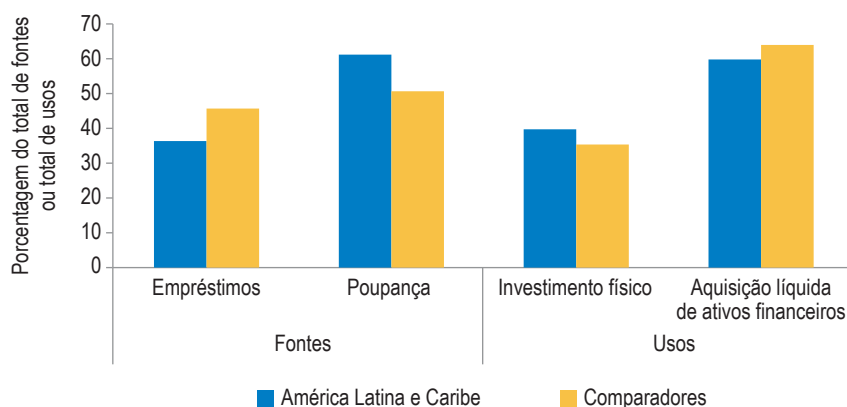
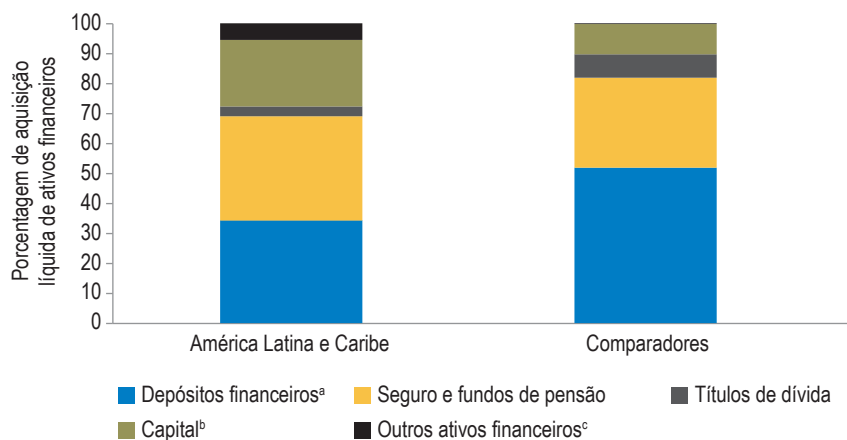
Fonte: Cálculos próprios com base na Pesquisa da Base da Pirâmide (BoP).

formais como informais constituem o menor grupo de poupadores em cada país²⁰. Além disso, as carteiras dessas famílias que usam os dois tipos de instrumentos também tendem a inclinar-se para instrumentos de poupança informais.

O padrão de poupança das famílias da América Latina é muito diferente do modelo típico de um manual pelo qual as famílias poupam e depositam essas poupanças em bancos ou outros intermediários financeiros, que por sua vez repassam essas poupanças àqueles que necessitam de recursos para investir. Mas até que ponto a América Latina difere de outras regiões nesse sentido? A fim de resolver essa questão, foi realizada uma análise do fluxo de fundos das famílias em um subconjunto de países da América Latina e em um grupo de comparação de países em desenvolvimento fora da região.

A análise de fluxo de fundos separa as fontes e os usos dos recursos das famílias. As famílias recebem fundos “endividando-se” ou “poupando.” Por sua vez, usam esses fundos para “adquirir ativos financeiros” ou para “investir diretamente”, como, por exemplo, comprando bens físicos (de capital) para a casa/empresa familiar, ou investindo em um imóvel residencial²¹.

Alguns padrões interessantes emergem e são apresentados na figura 3.6. Em primeiro lugar, em termos das fontes dos fundos, em média as famílias da América Latina dependem mais de seus próprios

Figura 3.6 Fontes e usos de fundos familiares, América Latina v. comparadores**a. Carteiras financeiras das famílias****b. Aquisição líquida de ativos financeiros**

Fonte: Cálculos próprios baseados em dados das contas nacionais de cada país.

Notas: Calculados como médias simples por país no período 2005-09.

^a“Depósitos financeiros” inclui dinheiro em mãos (em países onde os depósitos podem ser separados do dinheiro em mãos, a proporção de dinheiro é significativamente menor do que a de depósitos).

^b“Capital” inclui a propriedade direta de empresas, ações e participações em fundos mútuos.

^c“Outros ativos financeiros” é calculado como um residual da “aquisição líquida de ativos financeiros” e as outras subcontas.

fundos (poupança) do que de fundos externos (empréstimos de bancos ou outras fontes). Cerca de 60% do total dos fundos familiares provêm de suas próprias poupanças, *vis-à-vis* 50% entre os países do grupo de comparação (painel a). Por outro lado, as famílias da América Latina investem, em média, cerca de 40% dos seus fundos diretamente em

ativos físicos (investimentos majoritariamente residenciais), e com os 60% restantes adquirem ativos financeiros. No grupo de comparação, a distribuição é de 35% (investimento direto) e 65% (aquisição de ativos financeiros).

Em segundo lugar, na categoria de “aquisição líquida de ativos financeiros”, as carteiras financeiras da América Latina se inclinam mais para instrumentos que não são, necessariamente, intermediados pelo sistema financeiro formal. O painel b mostra a distribuição da aquisição líquida total de ativos financeiros²². Na América Latina, os depósitos financeiros representam, em média, aproximadamente 34% do total de aquisições de ativos financeiros, em relação aos mais de 50% no grupo de comparação. Por outro lado, a “renda variável” representa 22% da aquisição total líquida de ativos financeiros na América Latina, *vis-à-vis* 10% no grupo de comparação. Essa categoria inclui a propriedade direta de empresas (familiares), um ativo financeiro não intermediado que constitui a maior parte da conta nos países para os quais há dados disponíveis²³. Portanto, além de destinar uma parcela menor de fundos à aquisição de ativos financeiros em relação às famílias no grupo de comparação, as famílias da América Latina são muito mais propensas a escolher instrumentos financeiros que não são intermediados pelo sistema financeiro formal.

As médias regionais, no entanto, ocultam uma grande heterogeneidade entre países. Por exemplo, no Chile, que tem o sistema financeiro mais profundo da região, 50% dos fundos das famílias são canalizados para depósitos, enquanto apenas 9% são destinados por meio de instrumentos de renda variável. No Equador, que tem um sistema financeiro menor em relação ao tamanho da sua economia, apenas 25% dos fundos são canalizados para instrumentos financeiros, e 32% para bens de capital. No Chile parece haver mais fundos familiares intermediados do que em outros países da região, onde os fundos tendem a ser mais usados em investimentos diretos. Nesse sentido, o Chile lembra mais um país como a República da Coreia no grupo de comparação. Nos outros quatro países da América Latina, uma parcela significativamente menor de fundos familiares é intermediada através de depósitos financeiros e outros instrumentos financeiros.

O México é um país interessante para ser analisado mais detalhadamente. A poupança interna (em porcentagem do PIB) é razoavelmente alta dada a renda per capita, e a poupança familiar constitui cerca de 50% do total nacional. A maior parte dessa poupança, no entanto, não

é intermediada pelo sistema financeiro formal (Székely, Mendoza e Karver, 2015). Quando a “poupança financeira” é decomposta em depósitos financeiros, aquisição de ativos fixos e compra de bens duráveis, os depósitos (por meio de instituições financeiras tanto formais como informais) representam menos de 10% da poupança, enquanto a compra de bens duráveis representa quase três quartos da poupança total. A taxa de poupança familiar (definida como a diferença entre a renda disponível e o consumo) aumenta de 8,1% para 21,7% da renda disponível, se os bens duráveis forem considerados uma forma mais de poupança do que de consumo (isto é, quando o consumo de bens duráveis é excluído do consumo total).

A elevada porcentagem de poupança que não é canalizada por meio de um sistema financeiro formal bem integrado, sugere que os recursos estão sendo mal alocados. Uma pergunta interessante é: por que as famílias não canalizam suas poupanças por meio do sistema financeiro formal? Se a razão for “falta de demanda” de instrumentos formais, ou seja, falta de acesso, falta de informação ou desconfiança nas instituições financeiras, a família poderia obter benefícios consideráveis com a melhoria do acesso, a redução do analfabetismo financeiro ou o aumento da confiança (ver capítulo 9 para mais detalhes sobre informação e confiança).

Este capítulo focaliza a questão da falta de oferta, ou acesso. Se muitas famílias vivem longe de uma instituição financeira formal, então a incorporação dos custos e do tempo de deslocamento pode incentivar cada família individual a poupar em um instrumento informal, mesmo que esse instrumento pague pouco em termos de retornos privados. Esse instrumento de poupança informal também pode ter muito pouco retorno social, uma vez que provavelmente não leva a oportunidades de investimento muito produtivas. Nesse caso, se uma súbita mudança de acesso ocorrer — como, por exemplo, a abertura de uma agência de banco no local ou a disponibilização de um banco móvel —, os poupadores informais podem mudar de instrumento, e o retorno social do dólar adicional de poupança (a diferença entre o novo retorno e o retorno anterior muito baixo) pode ser muito alto.

Uma explicação complementar para a baixa intermediação está relacionada com a elevada informalidade dos mercados de trabalho da América Latina e do Caribe. McKenzie e Woodruff (2006) constataram que, no México, os indivíduos autônomos obtêm taxas de retorno superiores às do mercado por investimentos de capital muito pequenos

em seus estabelecimentos. Não é de surpreender que esses indivíduos autônomos tendem a reinvestir maciçamente em seu próprio negócio familiar, comprando bens como refrigeradores, caminhões ou qualquer outro tipo de bem durável que possa satisfazer, simultaneamente, uma necessidade de consumo da família e servir como bem de capital para o seu negócio familiar²⁴. Infelizmente, McKenzie e Woodruff também concluem que, com cada investimento adicional, o retorno marginal diminui acentuadamente. Assim, esses pequenos investimentos de capital podem fazer sentido para os indivíduos autônomos ou para as famílias, mas, da perspectiva agregada do conjunto da economia constituem um uso ineficiente da poupança. Embora não haja estimativas semelhantes de retornos individuais disponíveis para outros países da região, claramente o México não é o único país da América Latina e do Caribe com uma grande porcentagem de empresários autônomos informais na economia.

A informalidade dos mercados de trabalho também cria um obstáculo potencial para o acesso aos instrumentos financeiros formais, uma vez que a renda do trabalho vinda de fontes informais é mais volátil e tem maior probabilidade de ser paga em dinheiro. Evidências de pesquisas realizadas no Brasil, no México e no Peru corroboram esses padrões. Uma proporção maior de famílias que trabalha na economia formal tem acesso a instrumentos de poupança formais, enquanto uma proporção maior de trabalhadores informais poupa fazendo uso de instrumentos informais. No México, 11% das famílias que trabalham no mercado informal poupam formalmente, em comparação com 34% das famílias que trabalham na economia formal. No Peru, a lacuna é ainda maior: 16% contra 49%. No Brasil, essa lacuna é insignificante: 10% contra 11%.

Em busca dos não bancarizados

Muito se tem escrito sobre os potenciais obstáculos para o acesso ao crédito, ao passo que os potenciais problemas de acesso a instrumentos formais de poupança financeira foram menos estudados. O *relatório de desenvolvimento financeiro global 2014*, do Banco Mundial, resume os dois conjuntos de literatura e analisa a base de dados Findex que o acompanha, a fim de determinar os obstáculos potenciais mais importantes para uma maior poupança financeira e, portanto, para uma intermediação financeira mais profunda e eficiente. Uma conclusão interessante destaca a importância do custo bancário e da distância até

uma agência como entraves significativos para a abertura ou o uso de uma conta bancária²⁵.

Empregando uma análise cross-section da base de dados Findex de 2011, Rojas-Suárez e Amado (2014) analisam questões semelhantes, mas com foco específico na América Latina, para explicar a “lacuna de inclusão financeira” da região. Os autores destacam três aspectos particulares: a qualidade das instituições, o alto grau de desigualdade de renda no nível macro e o baixo grau de educação no nível individual.

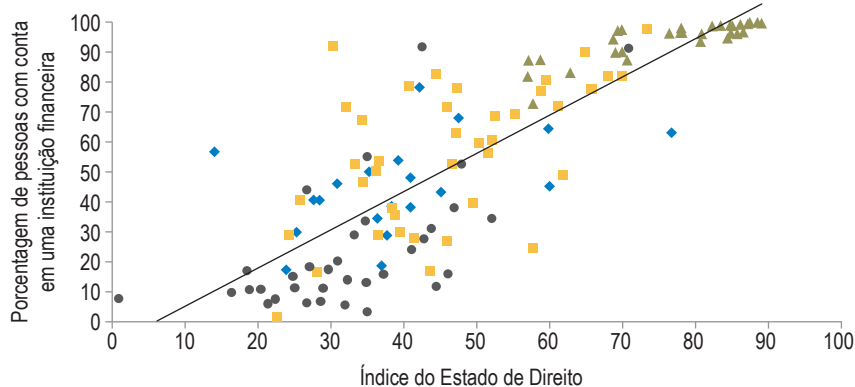
Powell (2016) confirma o primeiro conjunto de resultados usando as bases de dados Findex de 2011 e 2014. A variável “Estado de Direito” (que é considerada uma *proxy* da qualidade das instituições) e o “coeficiente de Gini” (uma medida da desigualdade de renda do país) são significativos para explicar a proporção de pessoas que tem conta em uma instituição financeira. Instituições mais fortes e uma maior igualdade na distribuição de renda são fatores associados a uma maior porcentagem de indivíduos com contas em instituições financeiras.

A figura 3.7 mostra a porcentagem de indivíduos com uma conta bancária em relação ao índice de Estado de Direito e ao coeficiente de Gini de cada país, para os países da América Latina e do Caribe, países com níveis semelhantes de renda (comparadores), bem como países mais ricos (ricos não comparadores) e mais pobres (pobres não comparadores). A relação com o Estado de Direito é forte, embora os países da América Latina e do Caribe pareçam um pouco mais dispersos do que os países de comparação. Há mais dispersão global no caso da desigualdade, embora os países da América Latina e do Caribe pareçam obedecer à relação mais marcadamente do que outros grupos de países. Por exemplo, os países ricos têm uma porcentagem muito elevada de indivíduos com contas bancárias, independentemente do nível de desigualdade, ao passo que nos países mais pobres, o oposto tende a ocorrer. Portanto, a relação negativa é impulsionada pela região da América Latina e do Caribe e pelos países comparadores.

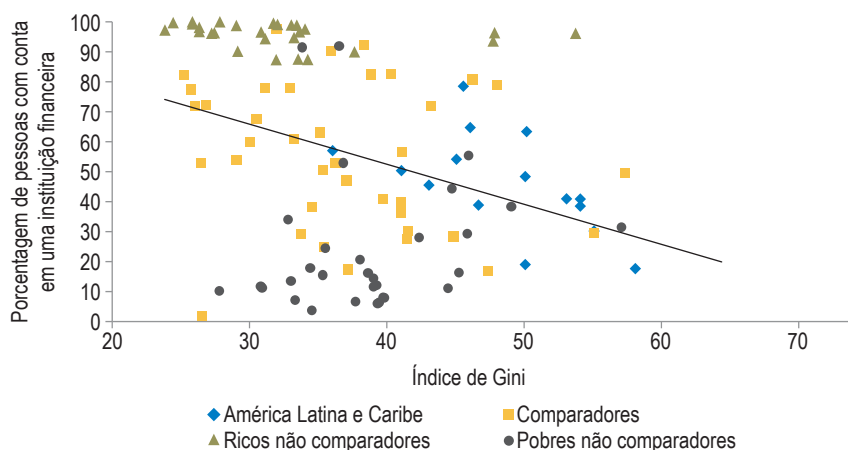
A base de dados Findex também inclui dados no nível individual. Assim, o fato de uma pessoa ter ou não uma conta bancária pode ser visto como uma função das características tanto do indivíduo como do país. Características individuais como idade, renda, gênero e nível de educação são determinantes essenciais de se um indivíduo tem ou não uma conta financeira (ver Powell, 2016). A probabilidade de ter uma conta financeira formal é bem menor entre as mulheres do que entre os homens, e maior entre indivíduos mais ricos. O nível de educação acaba

Figura 3.7 Porcentagem de famílias com conta bancária, instituições e desigualdade

a. Instituições (estado de direito)



b. Desigualdade (coeficiente de Gini)



Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados Findex Macro (Banco Mundial, 2014b).

Nota: América Latina e Caribe: Argentina, Belize, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, El Salvador, Equador, Guatemala, Haiti, Honduras, Jamaica, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, República Dominicana, Trinidad e Tobago, Uruguai e Venezuela.

Comparadores: África do Sul, Albânia, Angola, Antiga República Iugoslava, Arábia Saudita, Argélia, Armênia, Azerbaijão, Bielorrússia, Bósnia e Herzegovina, Botsuana, Bulgária, Cazaquistão, Congo, Djibouti, Estônia, Federação Russa, Filipinas, Gabão, Geórgia, Hungria, Indonésia, Jordânia, Letônia, Líbano, Lituânia, Macedônia, Malásia, Marrocos, Maurício, Montenegro, Polônia, República Árabe da Síria, República Checa, República Eslovaca, República Islâmica do Irã, República Popular da China: continental, Romênia, Sri Lanka, Suazilândia, Tailândia, Tunísia, Turquia, Turquemenistão, Ucrânia e Uzbequistão.

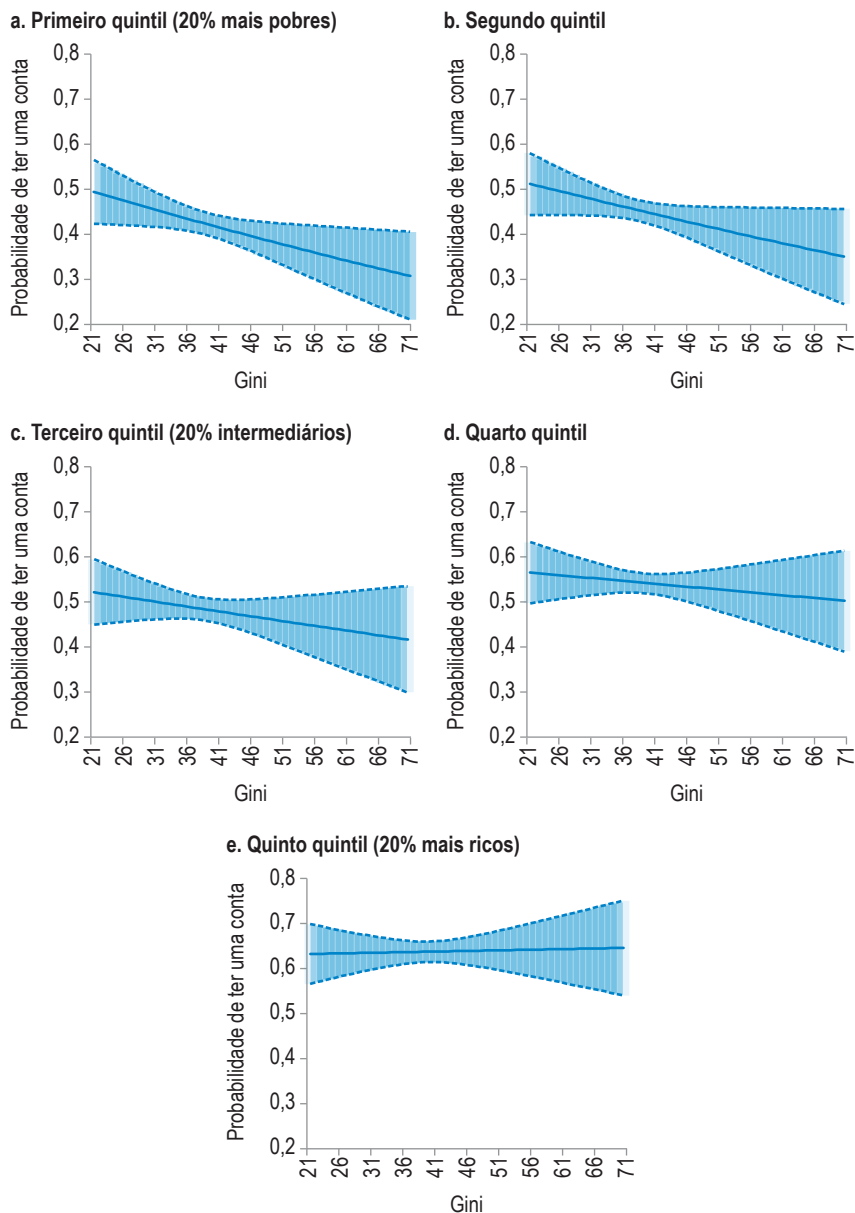
Ricos não comparadores: Alemanha, Austrália, Áustria, Bahrein, Bélgica, Canadá, Chipre, Coreia, Dinamarca, Emirados Árabes Unidos, Eslovênia, Espanha, Estados Unidos, Finlândia, França, Grécia, Irlanda, Israel, Itália, Japão, Kuwait, Luxemburgo, Malta, Nova Zelândia, Omã, Países Baixos, Portugal, Qatar, Reino Unido, República Popular da China: Hong Kong, Suécia e Singapura.

Pobres não comparadores: Afeganistão, Bangladesh, Benin, Burundi, Cameroon, Chade, Cisjordânia e Gaza, Comores, Gana, Guiné, Iêmen, Índia, Iraque, Lesoto, Libéria, Madagascar, Malawi, Mali, Maurítânia, Mongólia, Nepal, Níger, Nigéria, Quênia, República Centro-Africana, República Democrática do Congo, República Democrática do Laos, República do Quirguistão, Ruanda, Senegal, Serra Leoa, Somália, Sudão, Taiwan (Prov. da China), Tadjiquistão, Togo, Uganda, Zâmbia e Zimbábue.

sendo altamente significativo; a probabilidade de ter uma conta é maior entre indivíduos com ensino secundário e superior.

É interessante observar que a desigualdade de renda no país não é significativa. Embora a renda seja um determinante importante de se uma pessoa tem ou não uma conta bancária, a desigualdade geral de renda no país não o é. No entanto, quando se cruza o coeficiente de Gini com os quintis de renda, dos 20% mais pobres dos indivíduos aos 20% mais ricos, os resultados mudam. A probabilidade de um indivíduo em um quintil mais baixo ser bancarizado depende em grande medida do coeficiente de Gini do país. Nem o coeficiente de Gini nem os quintis de renda por si sós são significativos. Entretanto, a interação entre as duas variáveis é significativa. Os indivíduos dos quintis de renda mais baixos tendem a não ser bancarizados, sobretudo quando a desigualdade de renda no país é alta (ver figura 3.8). Quanto mais desigual é uma sociedade, menor é a probabilidade de as famílias de baixa renda serem bancarizadas. Por outro lado, nas famílias mais ricas a desigualdade de renda de um país tem pouca influência na probabilidade de essas famílias serem bancarizadas.

Esse resultado é coerente com a explicação que incorpora o comportamento dos bancos e de outras instituições financeiras. Se houver um custo fixo para o uso de instituições financeiras formais para a poupança, então apenas as pessoas com recursos suficientes usarão esses serviços. Os bancos tendem a abrir agências em comunidades onde as famílias mais ricas usarão seus serviços. Se as barreiras de entrada aos serviços bancários são elevadas, a combinação de custos fixos e desigualdade econômica pode limitar o porte dos sistemas bancários. O resultado é um sistema financeiro que continua a ser relativamente pequeno e ineficiente, e que atende em grande parte às famílias mais ricas. As desigualdades regionais podem exacerbar esse padrão. Em um país maior, os bancos naturalmente estarão localizados em áreas onde residem as famílias mais ricas. As instituições financeiras podem permanecer fora das áreas mais pobres, obrigando as famílias menos favorecidas a percorrer distâncias maiores e enfrentar custos ainda mais altos para serem bancarizadas. A decisão de localização dos bancos, aliada a custos de transporte fixos e variáveis e à desigualdade econômica leva a um setor bancário voltado para famílias mais ricas de tamanho limitado e, conseqüentemente, de custos mais elevados, concentradas em localidades geográficas específicas. Uma grande parte das famílias mais pobres fica desprovida de bancos em suas imediações e, muito provavelmente, não será bancarizada.

Figura 3.8 Impacto marginal da desigualdade em diferentes grupos de renda

Fonte: Cálculos próprios usando dados de 2011 da base de dados Findex Micro do Banco Mundial.

Nota: As figuras ilustram que a probabilidade de ter uma conta bancária cai acentuadamente em grupos de renda mais baixa a medida que a desigualdade aumenta, enquanto a desigualdade tem pouco efeito nas famílias ricas. As estimativas conhecidas como efeitos marginais provêm das estimativas de uma regressão probit e usam microdados do Findex para a variável dependente (a probabilidade de ter uma conta em uma instituição financeira, nos correios ou em uma instituição microfinanceira). A variável explicativa em cada caso é o coeficiente de Gini do país (uma medida de desigualdade) e um conjunto de controles micro e macro.

Vínculo entre acesso financeiro e poupança: o caso do México

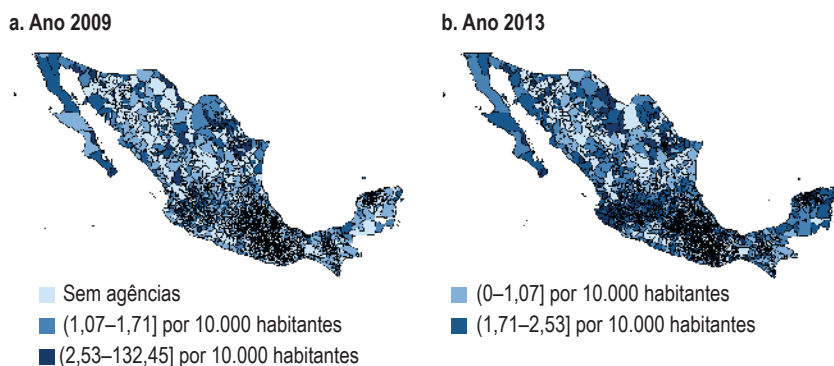
Normalmente, os trabalhos empíricos sugerem que a poupança é determinada por um conjunto de variáveis no nível do país e por características individuais ou familiares. Esse tipo de análise sugere que a poupança é baixa na região, devido à incerteza macroeconômica, à fragilidade das instituições, ou à baixa renda familiar, por exemplo²⁶. Um inconveniente desse tipo de análise é ignorar o vínculo entre o comportamento da poupança e o acesso financeiro. Sem informações mais precisas dos países, é impossível descobrir a natureza do vínculo entre ambos. Geralmente, presume-se que o acesso financeiro seja impulsionado pelos mesmos fatores que também regem a poupança.

No outro extremo, há um conjunto de literatura que considera intervenções específicas que frequentemente envolvem a melhoria do acesso a serviços financeiros. Em geral, esses estudos concluem que essas intervenções podem muito bem resultar em um maior uso de serviços financeiros — instrumentos tanto de crédito como de poupança (ver capítulo 9).

Comparativamente, há menos literatura sobre como a presença de instituições financeiras (ou o acesso a elas) afeta o comportamento da poupança de todo um país²⁷. Há duas razões principais pelas quais essas análises não foram realizadas. Em primeiro lugar, as pesquisas domiciliares publicadas normalmente não incluem informações sobre a localização geográfica do domicílio. Em segundo lugar, boas informações sobre a localização precisa dos diferentes tipos de serviços financeiros também podem não estar disponíveis. No entanto, o México tem as informações necessárias, o que permite realizar uma análise não apenas de como o acesso financeiro afeta o comportamento da poupança, mas também de como as instituições financeiras podem tomar decisões de localização. Além disso, o México é um país de grandes dimensões, com uma considerável heterogeneidade, e que tem desfrutado de um aprofundamento financeiro significativo (ver figura 3.9).

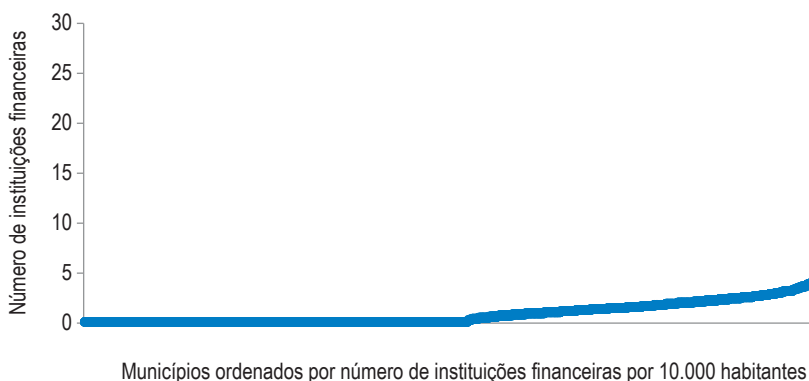
O México é, portanto, um país ideal para examinar os vínculos entre acesso financeiro e poupança. Cabe destacar que a distribuição das instituições financeiras por município é altamente desigual. Alguns municípios contam com várias instituições financeiras, mas muitos têm apenas uma ou nenhuma (ver figura 3.10)²⁸.

Naturalmente, há uma grande diferença entre áreas urbanas e rurais. Em muitos municípios urbanos há inúmeras instituições financeiras,

Figura 3.9 O processo de aprofundamento financeiro no México

Fonte: Elaboração própria com base em Powell e Székely (2015).

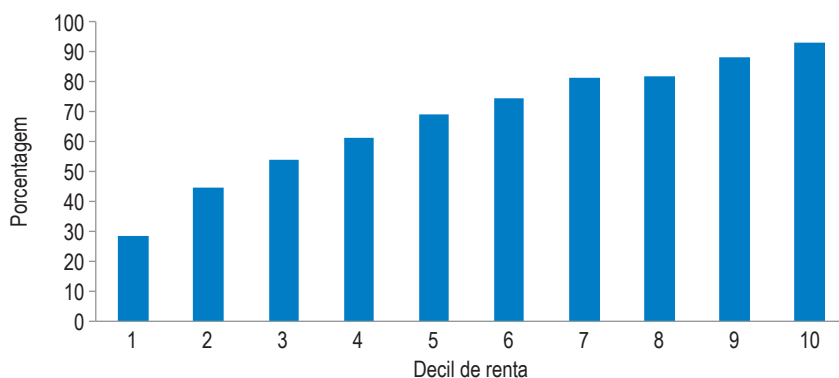
Nota: O sombreamento do território ilustra o número de agências bancárias por 10.000 habitantes no nível municipal no México. Os pontos de corte foram obtidos com a geração de quartis segundo a distribuição de 2013, excluídos os municípios que não têm agência bancária.

Figura 3.10 Instituições financeiras por habitante nos municípios mexicanos em 2012

Fonte: Elaboração própria com base em Powell e Székely (2015).

enquanto em muitos municípios rurais não há nenhuma²⁹. Além disso, o acesso a essas instituições varia consideravelmente conforme a renda familiar. Na realidade, cerca de 93% das famílias no decil superior têm acesso relativamente fácil a uma instituição financeira (definida como pelo menos uma instituição em sua localidade), enquanto aquelas nos decis de renda mais baixos são privadas desse acesso. Por exemplo, apenas 28% das famílias no decil de renda mais baixa contam com uma instituição financeira em suas imediações (ver figura 3.11)³⁰.

Figura 3.11 Percentagem de famílias com acesso a instituições financeiras por decil de renda, México



Fonte: Elaboração própria com base em Powell e Székely (2015).

Nota: Inclui dados de 2012 da Encuesta Nacional de Ingresos y Gastos de los Hogares (ENIGH), dados de 2013 do Dicionário Nacional de Unidades Económicas e dados de 2013 da Comissão Bancária Nacional.

Os bancos, naturalmente, procurarão se instalar onde esperam encontrar um mercado para os seus serviços. O número de instituições financeiras aumenta em municípios com números menores de famílias mais pobres. Além disso, as taxas de criminalidade parecem estar positivamente relacionadas com a presença de instituições financeiras. Uma explicação pode ser o fato de que em áreas de alta criminalidade, é mais importante manter as economias em um banco do que guardá-las em casa. Há, também, uma correlação entre a eficiência do governo municipal e uma maior presença financeira (ver Powell e Székely, 2015).

É interessante destacar que a presença de uma escola de ensino médio está associada a uma maior presença de instituições bancárias. Nem todos os municípios do México têm uma escola secundária. Os municípios em geral estão ávidos por receber essa honraria, que pode ser concedida pelas autoridades estaduais ou federais. Uma explicação para essa relação é que mais pessoas circulam por municípios com escolas de ensino médio; pais transportam seus filhos para e da escola, e professores e outros funcionários vão e voltam do trabalho. Assim, instalar uma agência bancária em uma área onde há uma escola em vez de em uma sem escola é mais conveniente para um número maior de pessoas. Isso reduz os custos de transação ou os chamados custos “de solas de sapatos” (o custo de várias idas ao banco). A decisão sobre a localização das escolas não é automática e parece ser influenciada por fatores

tanto políticos como de qualquer outra natureza. Essas considerações fazem da localização da escola uma variável potencialmente útil para explicar a presença de um banco que, por sua vez, não está diretamente relacionada com a poupança³¹.

Como a presença de um banco influencia as decisões de poupança? Para responder a essa pergunta, vários anos de pesquisas domiciliares e informações sobre a presença financeira foram comparados no nível do município. A dificuldade é que os bancos irão se localizar onde acreditam que as famílias usarão os seus serviços. Portanto, as medidas de presença financeira não são empregadas diretamente. Em vez disso, o que se usa é a presença financeira estimada com a *proxy* preferida, ou seja, a presença de uma escola de ensino médio. Como a localização dessas escolas não está diretamente relacionada com o comportamento de poupança — mas é um bom indicador da presença de um banco, — parece ser um instrumento válido para essa análise³². O principal resultado é que a poupança, de fato, aumenta com a presença financeira onde esta é estimada com base na presença da escola de ensino médio como *proxy* (ver Powell e Székely, 2015).

Em teoria, o efeito poderia ser qualquer um dos dois. Com as instituições financeiras por perto, as famílias poderiam poupar menos, já que podem ter mais oportunidades para pedir empréstimos no caso de um choque negativo. No entanto, os resultados sugerem que os custos mais baixos de uma maior proximidade de uma instituição financeira pesam mais do que esse efeito potencial.

O elo perdido

Idealmente, as pessoas poupam e depositam as suas poupanças em instituições financeiras, que por sua vez destinam essas poupanças a investimentos produtivos na economia, que alimentam o crescimento e o desenvolvimento global. Os intermediários financeiros são, portanto, ao vínculo crucial entre poupadores e investidores. Infelizmente, na América Latina e no Caribe, a intermediação financeira é o elo perdido que rompe a cadeia entre poupança e investimento que determina a qualidade da poupança na região. Aumentar o acesso e o uso de instituições financeiras é essencial para desenvolver o sistema financeiro e garantir que a América Latina e o Caribe gerem não apenas mais poupança, mas também poupança de melhor qualidade.

Notas

- ¹ Para uma análise aprofundada das restrições de crédito, ver BID (2005). Para um estudo mais recente, ver Didier e Schmukler (2014).
- ² Essa definição das funções dos sistemas financeiros é baseada em Levine (2005), que seguiu os trabalhos anteriores do prêmio Nobel Robert Merton na elaboração dessa lista.
- ³ Para uma discussão sobre esse ponto, ver Allen e Gale (2000).
- ⁴ Para informações sobre como a governança corporativa difere em todo o mundo, ver OCDE (2015b). Para uma discussão dos sistemas financeiros comparativos e o vínculo com a governança corporativa, ver Mayer (1998) e Allen e Gale (2000). Para um relato de como a crise financeira global despertou um novo interesse em questões de finanças e governança corporativa, ver Hopt (2011).
- ⁵ Para uma discussão sobre os papéis disciplinares dos bancos e dos mercados de capitais, ver Mayer (1996) e Franks, Mayer e Renneboog (2001).
- ⁶ Rajan e Zingales (2003) apresentam uma discussão interessante sobre um fenômeno similar na Europa continental.
- ⁷ Para uma análise da literatura, ver Levine (2005).
- ⁸ Em uma análise de dados em painel, foi feita uma regressão dos depósitos bancários sobre os ativos administrados pelas instituições dos mercados de capitais (fundos de pensão, seguradoras e fundos mútuos), com efeitos fixos de tempo e país. Se o coeficiente estimado para os ativos administrados pelas instituições dos mercados de capitais era positivo e significativo, então a hipótese de que são substitutos dos bancos poderia ser rejeitada. Esse foi, de fato, o resultado. A hipótese de que os países da América Latina e do Caribe podem diferir dos países de comparação também foi rejeitada.
- ⁹ Muitas dessas questões são discutidas com mais profundidade em OCDE (2015b).
- ¹⁰ Ver, em especial, Dewatripont e Tirole (1994), que argumentam que os pequenos investidores teriam poucas chances de disciplinar as empresas, mas os bancos que reúnem esses investidores podem tentar desempenhar esse papel. Os autores também sustentam que a regulação financeira é necessária para disciplinar os bancos, e referem-se a isso como a lógica da “hipótese de representação” para a regulação financeira.
- ¹¹ Ver BID (2005); Chong e Pagés (2010); Didier e Schmukler (2014).

- ¹² Berger e Mester (1997) encontram economias de escala significativas no setor bancário dos EUA. Anderson e Jõeveer (2012) também argumentam em favor das economias de escala e empregam uma nova abordagem que considera as rendas provenientes dos acionistas em relação às dos banqueiros. Outros estudos encontram menos evidência para economias de escala no setor bancário. Para um conjunto de trabalhos sobre esse tema, ver Feldman (2010), Mester (2010) e DeYoung (2010). As economias de escala são normalmente consideradas com base em instituições individuais, o que suscita a questão da concorrência. Um pequeno número de bancos de maior porte pode ser eficiente na redução de custos fixos, mas então cada um pode ter um grande poder de mercado. Um número maior de bancos pode promover a concorrência, mas gerar uma repetição ineficiente dos custos fixos.
- ¹³ No final dos anos 1800, Bagehot (1873, 3-4) argumentou que uma grande diferença entre a Inglaterra e os países mais pobres era que, na Inglaterra, o sistema financeiro podia mobilizar recursos para “grandes obras”.
- ¹⁴ A base de dados Findex do Banco Mundial está disponível em <http://datatopics.worldbank.org/financialinclusion/>.
- ¹⁵ Obviamente, há exceções. A Unit Trust Corporation de Trinidad e Tobago é uma cooperativa que está muito integrada ao sistema financeiro e tem ativos de cerca de 10% do PIB do país. A Creditcoop da Argentina também é uma cooperativa e está muito integrada ao sistema financeiro do país, sendo regulada e supervisionada pelo Banco Central e pela Superintendência de Entidades Financeiras e Cambiais como um banco comercial normal.
- ¹⁶ Ver Sirri e Tufano (1995); Acemoglu e Zilibotti (1997).
- ¹⁷ Ver Aizenman, Cavallo e Noy (2015).
- ¹⁸ A evidência da Colômbia vem de um documento em fase de preparação de Camacho e Hofstetter, que emprega pesquisas domiciliares ELCA (Universidad de los Andes) e fontes de dados complementares.
- ¹⁹ A figura considera o principal instrumento de poupança para cada família, definido como aquele com o maior estoque.
- ²⁰ Em sua maioria, as famílias pesquisadas nesses países (que são famílias de renda baixa e média) poupam formal ou informalmente, mas não de ambas as formas.
- ²¹ Os dados foram coletados para cinco países da América Latina (Brasil, Chile, Colômbia, Equador e México) e outros sete países (África do

Sul, Filipinas, Hungria, Polônia, República Checa, República da Coreia e Tailândia). A análise somente pode ser realizada para aqueles países que têm dados suficientemente desagregados das contas nacionais. Em particular, é necessária uma decomposição detalhada das contas de capital e financeiras por setor institucional (famílias, governo, empresas, exterior). Esses 12 países satisfaziam esses requisitos.

- ²² Os fundos familiares que são intermediados formalmente incluem “depósitos financeiros” (incluindo participações em dinheiro), “fundos destinados a seguros e fundos de pensão” e “títulos de dívida.” Os fundos familiares que não são intermediados ou que são poupanças depositadas em instrumentos informais incluem “propriedade direta de empresas” (que compreende ações e outras participações em empresas) e a categoria residual “aquisição de outros ativos financeiros”.
- ²³ Os outros subcomponentes da “renda variável” são compras de ações de empresas negociadas no mercado de ações e compras de ações por meio de fundos mútuos. É improvável que qualquer um desses dois explique a diferença entre a América Latina e o grupo de comparação. Em primeiro lugar, na América Latina as famílias participam pouco do mercado de ações. Em média, apenas 1% da população em um grupo selecionado de países da região possui ações de empresas que negociam diretamente na bolsa, enquanto entre os quatro países da Ásia emergente a proporção é de 20% (ver Grout, Megginson e Zalewska, 2009). Em segundo lugar, em um subconjunto de países para os quais há dados disponíveis, não há qualquer diferença nos investimentos das famílias em fundos mútuos entre os países dos dois grupos. No Brasil, no Chile e na Colômbia, as famílias usam 4,6% do total dos fundos para comprar fundos mútuos, enquanto nos países de comparação esse percentual é 4,5.
- ²⁴ As contas nacionais podem registrar atividades como a compra de um bem durável — por exemplo, um refrigerador ou um caminhão — como consumo; assim, algumas dessas atividades podem não ser incluídas como poupança, mesmo que do ponto de vista do indivíduo sejam uma forma de poupança.
- ²⁵ Depois de “não ter dinheiro suficiente” e “membro da família já tem uma conta”, o custo e a distância foram as razões mais comuns dos entrevistados para não ter uma conta bancária, com 23% e 20% das respostas, respectivamente (Banco Mundial, 2014a, figura 1.14).
- ²⁶ Para uma análise empírica recente nessa linha, ver Grigoli, Herman e Schmidt-Hebbel (2015).

- ²⁷ Aportela (1999) e Ruiz (2013) consideram a expansão de (diferentes) instituições financeiras específicas no México e o impacto nas decisões financeiras das famílias. Para uma discussão mais aprofundada, ver capítulo 11.
- ²⁸ Um ponto de acesso aqui é uma agência bancária, um banco correspondente ou um caixa automático.
- ²⁹ Powell e Székely (2015) apresentam mais estatísticas sobre a localização de instituições financeiras, bancos correspondentes e caixas automáticos.
- ³⁰ Uma localidade é uma subdivisão de um município. Há mais de 2.400 municípios no México e mais de 190.000 localidades.
- ³¹ Em outras palavras, pode ser um “instrumento” útil em uma análise de “variáveis instrumentais”.
- ³² Uma outra “metodologia casada”, também foi seguida como teste de robustez, e os mesmos resultados mostraram-se válidos. Para mais detalhes e outros testes de robustez, ver Powell e Székely (2015).

4 Mais e melhor poupança para o investimento produtivo

Por que poupar mais? Uma boa razão é para poder investir mais. As economias que pouparam mais podem aproveitar oportunidades de investimento e, assim, crescer mais rapidamente. Investir para melhorar o acesso à educação e à saúde, por exemplo, pode impulsionar o crescimento aumentando a produtividade e a renda das pessoas. Investir em instalações e maquinário é fundamental para manter, ampliar e incorporar o progresso tecnológico às estruturas produtivas dos países.

Entre todos os tipos de investimento, o investimento em infraestrutura é um dos mais cruciais para o crescimento. A infraestrutura (transportes, telecomunicações, energia e água e saneamento) complementa outras formas de capital e trabalho. Se bem planejada e construída, pode eliminar os gargalos que reduzem o potencial de crescimento. O que diferencia a infraestrutura de outras formas de capital é a necessidade de financiamento de longo prazo para custeá-la. Na medida do possível, esse financiamento deve ser feito em moeda local, que é precisamente o tipo de financiamento propiciado pela poupança interna. Para a América Latina e o Caribe, o desafio daqui para frente será desenvolver os instrumentos adequados para canalizar a poupança interna para a infraestrutura. Este capítulo também explora as opções da região para transformar a infraestrutura em uma classe de ativos e convertê-la em uma oportunidade atraente de investimento para os investidores institucionais.

Investimento e poupança interna: baixo, mais baixo, muito mais baixo

O investimento tem o potencial de impactar o crescimento de forma positiva, tanto no curto e no longo prazo. No curto e médio prazo, o

investimento gera crescimento, aumentando a demanda agregada. No longo prazo, o efeito do investimento no crescimento funciona por meio da oferta agregada e do aparato produtivo; um maior investimento desencadeia mudanças tecnológicas, induz uma maior capacidade produtiva e promove a redistribuição de recursos para setores de maior produtividade (Jiménez e Manuelito, 2013).

Se o investimento é um fator determinante crucial do crescimento econômico, então é inevitável perguntar se a América Latina e o Caribe estão investindo o suficiente. Se as comparações com outras regiões servirem de indício, a resposta é não. Ao longo do tempo, a região tem investido sistematicamente menos do que outras regiões.

Agrupando-se os países por nível de renda, a evolução do investimento segue dois caminhos distintos (figura 4.1). Até 2000, os países de renda baixa e média, bem como os de renda alta, investiram uma porcentagem semelhante do PIB, ou seja, cerca de 23%¹.

No entanto, após 2000, os países de renda baixa e média passaram a investir uma porcentagem crescente do PIB, enquanto a formação bruta de capital fixo (FBCF) entre os países de alta renda começou a cair. Como a maioria dos países da América Latina e do Caribe é países de renda baixa e média, a região deveria seguir o padrão de aumento do investimento. Em vez disso, a FBCF média na região entre 2000 e 2014 foi de 20%, muito inferior à média de 25% dos países de renda baixa e média no mesmo período.

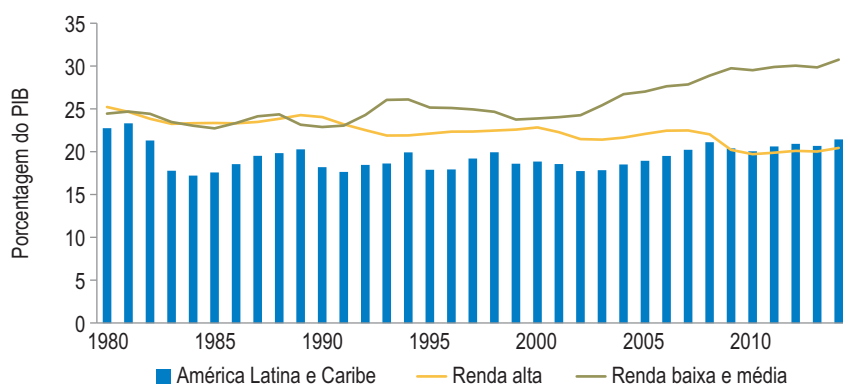
Aparentemente, 25% é uma espécie de número mágico quando se trata de investimento. Segundo a Comissão de Crescimento e Desenvolvimento, 25% é o nível mínimo de investimento compatível com o crescimento de longo prazo². Seu relatório de 2008 sobre o crescimento

QUADRO 4.1. DEFINIÇÃO DE FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO

A variável usada nas contas nacionais para medir o investimento é a formação bruta de capital fixo (FBCF). A FBCF é um componente do produto interno bruto (PIB) de um país, junto com o consumo, os gastos do governo e as exportações líquidas. Inclui melhorias no território (cercas, valas, drenos); compra de maquinário e equipamentos; e a construção de estradas, ferrovias e outras infraestruturas. Também inclui escolas, escritórios, hospitais, residências particulares e construções industriais e comerciais^a.

^a A definição precisa de formação bruta de capital fixo é fornecida nos Indicadores de Desenvolvimento Mundial do Banco Mundial (2015b).

Figura 4.1 Formação bruta de capital fixo na América Latina e no Caribe, países de renda alta, baixa e média (porcentagem do PIB)



Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados de Indicadores de Desenvolvimento Mundial (Banco Mundial, 2015b).

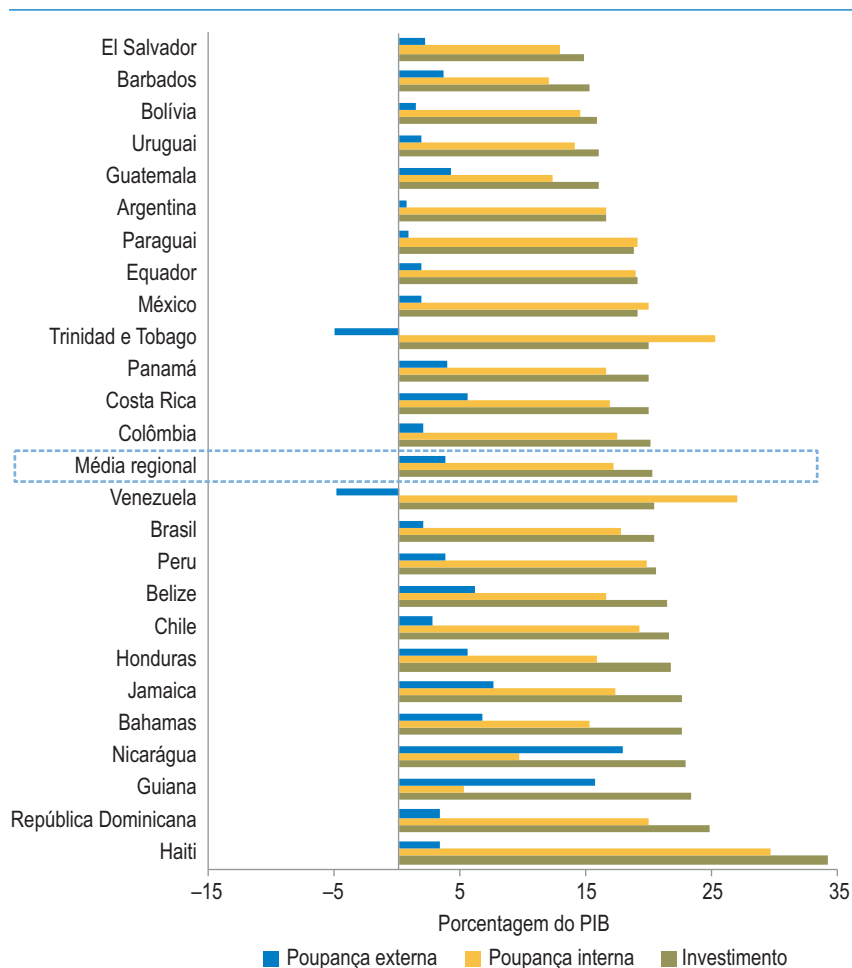
analisou 13 economias³ que cresceram em média de 7% ao ano ou mais, durante pelo menos 25 anos entre 1950 e 2005. A amostra diversificada de países incluía economias em quatro continentes, países grandes e pequenos, alguns ricos em recursos naturais e outros não. Em todas as 13 histórias de sucesso foram observadas taxas de investimento acima de 25 % do PIB durante os períodos de alto crescimento; daí a conclusão de que uma taxa de investimento de 25% do PIB é o nível mínimo necessário compatível com um crescimento econômico sustentado.

Infelizmente, a América Latina está longe do ponto de referência de 25% recomendado pela Comissão. Com exceção do Haiti, que só atingiu o limite graças a uma ajuda externa substancial, nenhum outro país da América Latina e do Caribe chegou perto dos mencionados 25% (figura 4.2). A média regional entre 1980 e 2014 foi de apenas 20%.

O investimento na América Latina não é apenas baixo; a desagregação do investimento por região confirma que entre 1980 e 2014, a América Latina e o Caribe apresentaram os fluxos de FBCF mais baixos de qualquer região (figura 4.3). A comparação com a Ásia emergente é a mais impressionante, com um diferencial de investimento equivalente a 10% do PIB anual da América Latina entre 1980 e 2013. A África Subsaariana investiu 1,7% do PIB mais do que a América Latina e o Caribe durante o período.

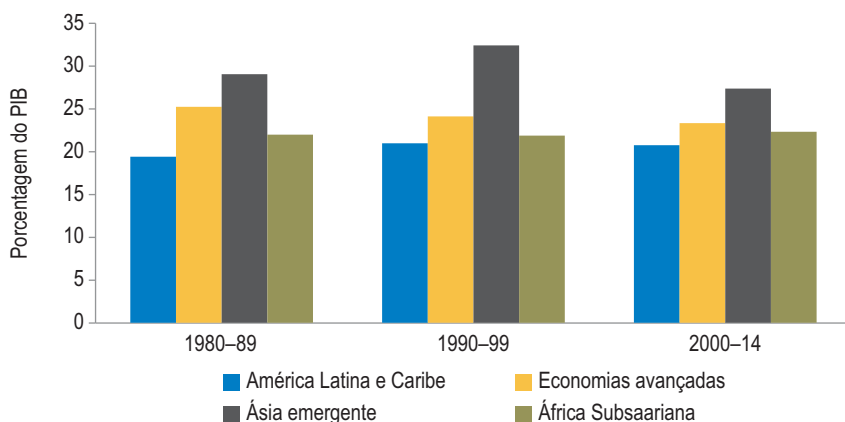
Embora a América Latina e o Caribe tenham registrado fluxos baixos de FBCF nas últimas décadas, a região desfrutou de alguns episódios

Figura 4.2 Taxas de investimento, poupança interna e poupança externa, média 1980–2014



Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados de *Perspectivas da Economia Mundial* (FMI, 2015).

de investimento elevado. Uma análise de 770 observações de países e anos realizada em 25 países da região entre 1980 e 2013, identificou 70 casos de investimento alto (definido como superior ao limiar de 25% do PIB), ou 9% das observações. Portanto, os países da América Latina e do Caribe podem alcançar altos níveis de investimento, mesmo em um contexto de médias baixas. Esses casos, no entanto, estão concentrados em poucos países (a maioria nas Bahamas, em Honduras, na Jamaica e em Trinidad e Tobago) distribuídos por diferentes anos e provavelmente relacionados com a reconstrução após desastres naturais. O desafio

Figura 4.3 Formação bruta de capital fixo por região, 1980–2014

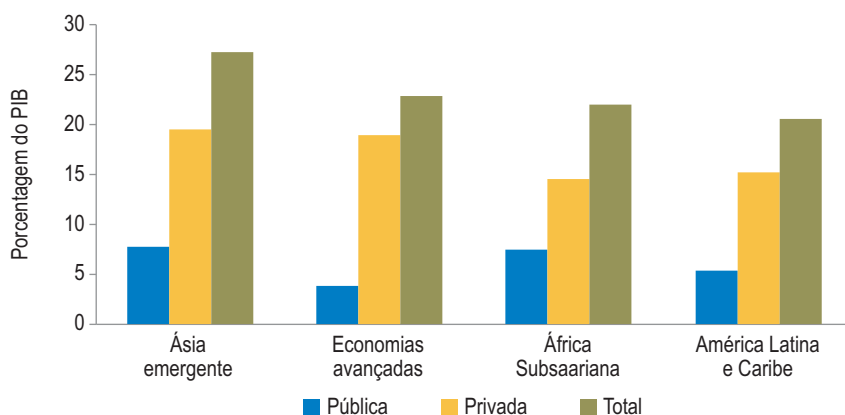
Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados de *Perspectivas da Economia Mundial* (FMI, 2015).

para a região é estender essas experiências bem-sucedidas a outros países e sustentar taxas de investimento elevadas por anos consecutivos.

O investimento na América Latina e no Caribe não é apenas relativamente menor do que em outras regiões, mas também mais volátil. Embora os padrões de volatilidade variem por país, geralmente consistem em picos de investimento dispersos seguidos por anos de baixas taxas de investimento. Usando o coeficiente de variação (a razão entre o desvio padrão e a média das séries) para medir a volatilidade, a China, as economias avançadas e a Ásia emergente (exceto a China) apresentam o menor grau de volatilidade⁴. Curiosamente, os países com as séries mais estáveis de investimento (China e o restante da Ásia emergente) também ostentam os níveis mais altos de investimento, enquanto a África Subsaariana — a região mais volátil — e a América Latina e o Caribe são as regiões que menos investem.

Então, de quem é a culpa por esse baixo nível de investimento na América Latina e no Caribe? Do setor público, do setor privado, ou trata-se de um problema mais sistêmico do contexto econômico que gera baixos níveis de investimento pelos setores tanto público como privado? Infelizmente para a América Latina e o Caribe, a resposta é que tanto o investimento público como o privado são baixos em comparação com outras regiões e outros grupos de países (figura 4.4).

Embora o investimento privado seja o principal componente do investimento total na América Latina e no Caribe — como ocorre em todas as regiões —, o investimento privado na região é menor do que no

Figura 4.4 Formação bruta de capital fixo, média por região, 2000–14

Fonte: Cálculos próprios com base em FMI (2015).

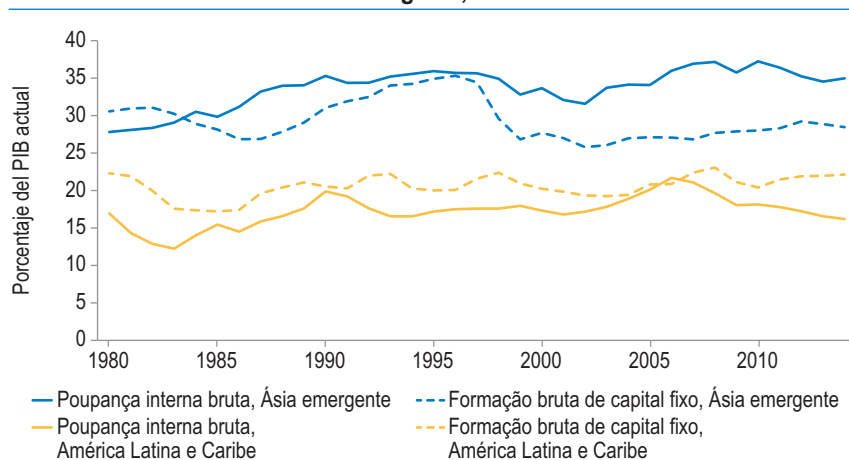
restante do mundo, com a única exceção sendo a África Subsaariana. O investimento público também é baixo pelos padrões internacionais. Dado que a diferença tem persistido ao longo do tempo, uma lacuna de investimento com o mundo está se abrindo na América Latina e no Caribe. O preocupante é que essa lacuna surgiu na década de 1980 e não há sinais de que esteja diminuindo.

Financiamento do investimento: lar, doce lar

As poupanças nacional e externa são as únicas opções das economias para financiar o investimento. Um rápido olhar na evolução do investimento doméstico e da poupança interna na América Latina e no Caribe mostra que, apesar do seu nível baixo, o investimento tem superado a poupança interna desde 1980, exceto em um ano apenas (figura 4.5). A experiência de outras regiões é muito diferente. De fato, a poupança interna supera o investimento nas economias que mais investem: as da Ásia emergente⁵. Em contrapartida, a América Latina e o Caribe têm dependido da poupança externa para financiar seus investimentos. Em média, a região teve que “importar” poupança em valores equivalentes a 3,5% do PIB.

Sem incrementar a poupança interna, os países da América Latina e do Caribe precisariam aumentar a poupança externa dos atuais 3,5% do PIB para 8%, a fim de alcançar o nível crucial de investimento de 25% do PIB necessário para atingir taxas de crescimento acima de 5%. Isso

Figura 4.5 Poupança interna e investimento doméstico na América Latina e no Caribe e na Ásia emergente, 1980–2014



Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados de *Perspectivas da Economia Mundial* (FMI, 2015).

é o dobro das taxas atuais de poupança externa! Mesmo as economias com acesso a financiamento externo teriam dificuldade para financiar uma lacuna entre o investimento doméstico e taxas de poupança interna muito superiores a 5% do PIB (Corbo, 1998). Os dados confirmam essa hipótese para quase todos os países da América Latina e do Caribe: com exceção da Nicarágua e da Guiana, nenhum país da região tem sido capaz de sustentar taxas de poupança externa acima de 8% do PIB por longos períodos⁶.

Um aumento drástico da poupança externa, embora possível, pode não ser recomendável. Depender da poupança externa para financiar o investimento doméstico é arriscado, por várias razões. Em primeiro lugar, os custos internos de transação que afetam os retornos esperados, o grau de risco percebido de ativos em moeda estrangeira e as assimetrias de informação geram um viés nacional no investimento. Os investidores locais tendem a investir em ativos locais (em empresas nacionais ou em empresas estrangeiras com presença local) muito mais do que investem em mercados estrangeiros (Coeurdacier e Rey, 2013; Ke, Ng e Wang, 2010). Em segundo lugar, os fluxos de capitais estrangeiros tendem a ser voláteis e propensos a interrupções súbitas (Calvo, Izquierdo e Loo-Kung, 2006), de modo que uma menor dependência da poupança externa reduz a vulnerabilidade às crises provocadas por turbulências nos mercados financeiros internacionais. Além disso, é difícil

manter grandes déficits em conta corrente (da magnitude necessária para fechar a lacuna de investimento apenas com poupança externa) por períodos prolongados de tempo sem reversões bruscas ou problemas de endividamento externo (Powell, 2013)⁷.

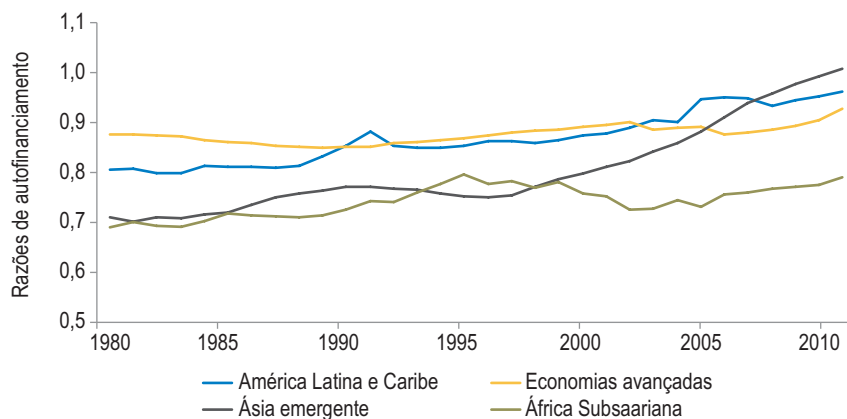
Em uma economia mundial totalmente integrada, a origem da poupança é irrelevante, uma vez que oportunidades de investimento doméstico rentáveis sempre encontrariam financiamento, seja localmente ou no restante do mundo. Nesse mundo ideal, a poupança interna não precisa estar fortemente correlacionada ao investimento doméstico. Mas será que os dados podem confirmar a dissociação entre o investimento e a fonte da poupança? Um estudo de Feldstein e Horioka (1980) conclui o contrário. Em uma amostra de 16 países membros da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômicos (OCDE) com dados relativos ao período 1960-74, os aumentos da poupança interna foram compensados por aumentos praticamente iguais do investimento doméstico⁸. Feldstein e Horioka (1980) concluem que o capital internacional não é perfeitamente móvel; portanto, uma economia que precisa aumentar o investimento deve contar com capital doméstico adicional (poupança) para financiá-lo. Pesquisas sobre a América Latina e o Caribe confirmam a estreita ligação entre investimento doméstico e poupança interna. No período 1980-2012, para cada aumento de um ponto percentual da poupança interna, o investimento doméstico aumentou quase 0,4 ponto percentual (Cavallo e Pedemonte, 2015).

Embora o estudo de Feldstein e Horioka esteja centrado em fluxos — *taxas* de investimento doméstico e *taxas* de poupança interna e externa — os mesmos resultados se aplicam quando se analisa o estoque de capital doméstico e o estoque de poupança interna. Nos países em desenvolvimento, mais de 90% do estoque de capital é autofinanciado, o que significa que a poupança externa não tem proporcionado uma fonte materialmente suficiente para financiar o capital doméstico. Esse resultado foi obtido calculando-se as razões de autofinanciamento (*self-financing ratios*, SFR, na sigla em inglês): o estoque de capital tangível financiado por poupança interna passada, relativamente ao estoque de capital efetivo (Aizenman, Pinto e Radziwill, 2007). Aizenman, Pinto e Radziwill definem SFR como a razão entre os fluxos de poupança interna passada descontada e o investimento doméstico passado descontado. Intuitivamente, as razões de autofinanciamento capturam a proporção do estoque atual de capital interno financiado com a poupança interna gerada no passado. Uma SFR de 1 corresponderia a uma economia em

que todo o estoque de capital doméstico é autofinanciado. Uma razão de autofinanciamento inferior a 1 indica dependência da poupança externa. Uma SFR superior a 1 descreve uma economia que é exportadora líquida de capital e contribui para o financiamento de capital no restante do mundo.

Cálculos recentes da SFR para o período 1980–2011, a partir da base de dados do relatório *Perspectivas da Economia Mundial (World Economic Outlook - WEO)* do Fundo Monetário Internacional mostram que, em 2011, enquanto as SFR estão acima de 80% em todas as regiões do mundo, na América Latina e no Caribe chegam a 96%, confirmando, assim, os resultados de Aizenman, Pinto e Radziwill (2007). Como esperado, as economias asiáticas ostentam as taxas mais altas, superiores a um (figura 4.6). Em geral, nas economias avançadas e em todos os demais grupos de países, as SFR estão muito próximas de 1^o, indicando que a maior parte do estoque de capital doméstico é apoiada por poupança interna passada. É importante destacar que as SFR estão aumentando em todas as regiões, especialmente nas regiões em desenvolvimento. Entre 1980 e 2010, os países da América Latina e do Caribe aumentaram sua SFR de 81% para 96%, os países da África Subsaariana elevaram as suas de 69% para 79%, e a região que mais investe, a Ásia emergente, também foi a que registrou o maior aumento da SFR: de 71% para 106%. Essas tendências confirmam que os países dependem

Figura 4.6 Razões de autofinanciamento por região, 1980–2011



Fonte: Cálculos próprios a partir de dados para os anos 1960–2011 da base de dados dos Indicadores de Desenvolvimento Mundial, com base na metodologia de Aizenman, Pinto e Radziwill (2007), ampliada em Cavallo, Fernández-Arias e Marzani (2016).

principalmente da poupança interna para financiar estoques de capital doméstico. A mensagem é clara: não há melhor fonte de poupança para o investimento do que o “lar, doce lar”.

Para a política econômica, o que vem primeiro – poupança ou investimento?

A existência de uma forte correlação positiva entre as taxas de poupança interna e as taxas de investimento doméstico é uma das regularidades mais robustas e estáveis observadas nos dados entre países e décadas (Baxter e Crucini, 1993). No entanto, correlação não significa causalidade. É a poupança interna que impulsiona o investimento ou vice-versa? O investimento na América Latina e no Caribe é baixo devido à falta de poupança interna, ou a poupança interna é baixa devido às baixas taxas de investimento? Há argumentos a favor de ambos os pontos de vista (ver Serebrisky, Margot, et al., 2015).

O capítulo 10 descreve como episódios de aumentos substanciais na produtividade total dos fatores geram expectativas de maiores retornos do investimento e, assim, incentivam aumentos subsequentes da poupança para aproveitar as melhores oportunidades de retorno. Esse argumento sugere que em uma economia, a poupança aumenta de forma endógena quando há melhores oportunidades de investimento. No entanto, ainda que esse ambiente favorável desencadeie um aumento acentuado na demanda por investimento, para que esse investimento se materialize a taxa de poupança interna também precisa aumentar. Nesse contexto, as políticas que mobilizam poupança contribuirão para gerar taxas de investimento mais altas na economia (Corbo, 1998).

O argumento apresentado no capítulo 10 não invalida os componentes exógenos da poupança e a evidência de que aumentos de poupança tendem a preceder níveis mais altos de investimento. A evidência empírica para o mundo e para a América Latina e o Caribe demonstra que a poupança interna precede o investimento, mas o investimento não antecipa aumentos na poupança futura¹⁰. Um aumento de 10% na poupança interna no passado aumenta o investimento atual em 1%, enquanto um aumento do investimento passado não tem efeito significativo na poupança atual. Isso é válido independentemente dos canais indiretos pelos quais o investimento e a poupança podem afetar-se mutuamente. Por exemplo, o investimento atual pode gerar crescimento, o que por sua vez aumenta a poupança futura. Os dados mostram que a poupança

é um motor do investimento, mesmo considerando-se o efeito indireto por meio do crescimento, mas o inverso não é verdadeiro. No entanto, há episódios (determinados países ou anos específicos) em que a causalidade funciona nos dois sentidos. Por exemplo, no ALC-7 (Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela), a poupança passada aumenta o investimento atual e o investimento passado impulsiona a poupança atual (Serebrisky, Margot, et al., 2015).

Os efeitos bidirecionais não invalidam a premissa principal: a poupança interna na América Latina e no Caribe precisa aumentar se a região quiser promover o investimento. No entanto, uma poupança maior é apenas uma condição necessária, mas não suficiente, para aumentar o investimento: em alguns exemplos recentes na América Latina e no Caribe, o investimento não acompanhou incrementos significativos na poupança interna¹¹.

A recomendação de política mais importante é que as políticas para promover a poupança interna e as políticas para promover o investimento devem ser coerentes (Cavallo e Pedemonte, 2015). Se as políticas a favor da poupança involuntariamente desestimularem o investimento, provavelmente fracassarão. Não se trata de um mero debate abstrato; algumas políticas populares a favor da poupança, tais como incentivos fiscais para impulsionar a poupança local, fracassaram. Por exemplo, em 1989 o México reduziu a taxa de imposto para os dividendos distribuídos, com o fim de facilitar o fluxo dos lucros das empresas para os acionistas, que poderiam, então, ser canalizados para investimentos em outras empresas. No entanto, essa reforma foi implementada num momento em que os preços relativos dos bens de consumo e imobiliários estavam distorcidos. Assim, os acionistas canalizaram a renda adicional para a aquisição de bens de consumo e bens imobiliários, em vez de destiná-los ao financiamento de investimentos em outras empresas. A poupança empresarial diminuiu devido aos baixos lucros retidos, e a poupança familiar não compensou a diferença. Como resultado, a poupança privada caiu de 12% do PIB em 1989 para uma média de 8% no período 1991-93 (ver Calderón-Madrid, 1998).

Investimento em infraestrutura: o primeiro entre iguais?

Por que é importante analisar o investimento em infraestrutura em um livro que trata de como poupar? Entre as alternativas de investimento, a infraestrutura é única: tem características de um bem público, e o papel

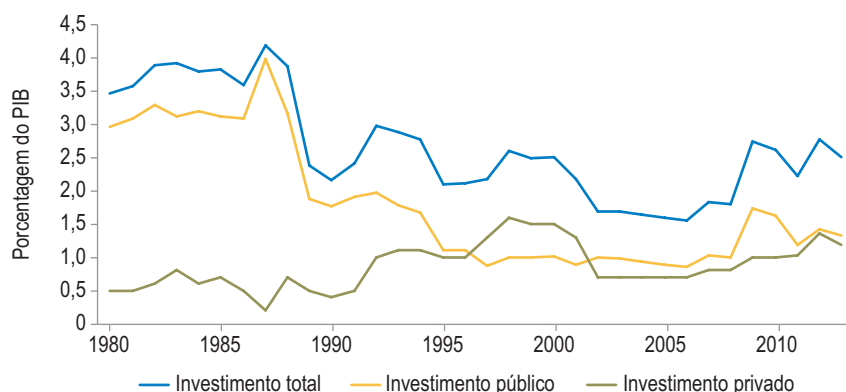
do setor público é fundamental para torná-la tão produtiva quanto possível; requer financiamento de longo prazo; a América Latina e o Caribe investem muito pouco e nem sempre destinam fundos para os melhores projetos de infraestrutura; e a região tem se mostrado incapaz de canalizar uma parte significativa da poupança privada para a infraestrutura. Nenhum outro componente do investimento reflete com maior precisão a dupla necessidade da América Latina e do Caribe de poupar mais e poupar melhor. A região precisa poupar mais para aumentar o investimento em infraestrutura e poupar melhor, canalizando mais poupança para uma classe de ativos que é altamente produtiva.

Um catalisador de produtividade e crescimento

Infraestrutura engloba transportes, energia, água e saneamento, bem como os ativos de telecomunicações. É um componente do estoque de capital de um país e serve como um facilitador da oferta e demanda de serviços ou, mais tecnicamente, como um insumo na função de produção. É praticamente impossível pensar no processo de produção nas sociedades modernas ou na demanda por serviços básicos como educação ou saúde, sem a existência de estradas confiáveis, água e serviços de energia elétrica. Assim, a infraestrutura tem impacto no crescimento ao aumentar a produtividade, reduzir os custos de produção, facilitar a acumulação de capital humano por meio de maior acesso à educação, contribuir para diversificação da estrutura produtiva e criar emprego por meio da demanda dos bens e serviços usados para fornecê-la.

Pesquisas empíricas recentes mostram uma correlação positiva entre crescimento e investimento em infraestrutura na América Latina. Ao comparar períodos 1991–95 e 2001–05, Calderón e Servén (2010) concluem que o acúmulo do estoque de infraestrutura contribuiu 1,1 ponto percentual anual para o crescimento econômico na região. A Standard & Poor's (2015) constatou que três anos após um aumento no investimento em infraestrutura de 1% do PIB, o PIB do Brasil aumentaria 2,5%, o da Argentina 1,8 % e o do México 1,3%¹².

De quanto investimento em infraestrutura a América Latina e o Caribe precisam? Essa é provavelmente a pergunta mais frequente no âmbito de políticas públicas de infraestrutura na região. Claramente motivada pela queda acentuada dos volumes de investimento em infraestrutura desde o final da década de 1980 (figura 4.7), essa pergunta tem inspirado várias publicações acadêmicas e sobre políticas públicas para

Figura 4.7 Evolução do investimento em infraestrutura, 1980–2013

Fonte: Cálculos próprios com base em Calderón e Servén (2010), CAF (2013) e CEPAL (2014a).

Nota: A figura inclui dados para Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru, países para os quais dados desde a década de 1980 estão disponíveis.

tentar quantificar o hiato de infraestrutura da região (Calderón e Servén, 2003; Kohli e Basil, 2011; Perrotti e Sánchez, 2011).

As formas mais comuns de medir um hiato de infraestrutura incluem quantificar a infraestrutura de que um país ou uma região necessita para cumprir uma meta de taxa de crescimento, a fim de alcançar um objetivo específico como taxa de cobertura (por exemplo, 100% de acesso a água e saneamento), ou para obter um estoque de infraestrutura semelhante ao de um país ou grupo de países. Independentemente da definição do hiato e das metodologias empregadas, os resultados são os mesmos: a América Latina e o Caribe precisam investir pelo menos 5% do PIB em infraestrutura durante um longo período de tempo. Supondo-se que as estimativas estejam corretas, a região requer investimentos adicionais em infraestrutura na faixa de 2% a 2,5% do PIB por ano, ou o equivalente a US\$ 120 bilhões-US\$ 150 bilhões (com base no PIB da região em 2013).

O investimento em infraestrutura na região foi, em média de 2,4% do PIB de 1992 a 2013, enquanto o investimento em outras regiões e outros países foi significativamente maior durante o mesmo período: 8,5% na China, 5% no Japão e na Índia, e cerca de 4% em outros países industrializados¹³. Além disso, o investimento em infraestrutura da América Latina e do Caribe é 0,8% do PIB inferior ao dos Estados Unidos e da União Europeia, regiões com um estoque de capital muito mais elevado, que requerem relativamente mais investimento em manutenção do que em nova capacidade de infraestrutura (McKinsey Global Institute, 2013).

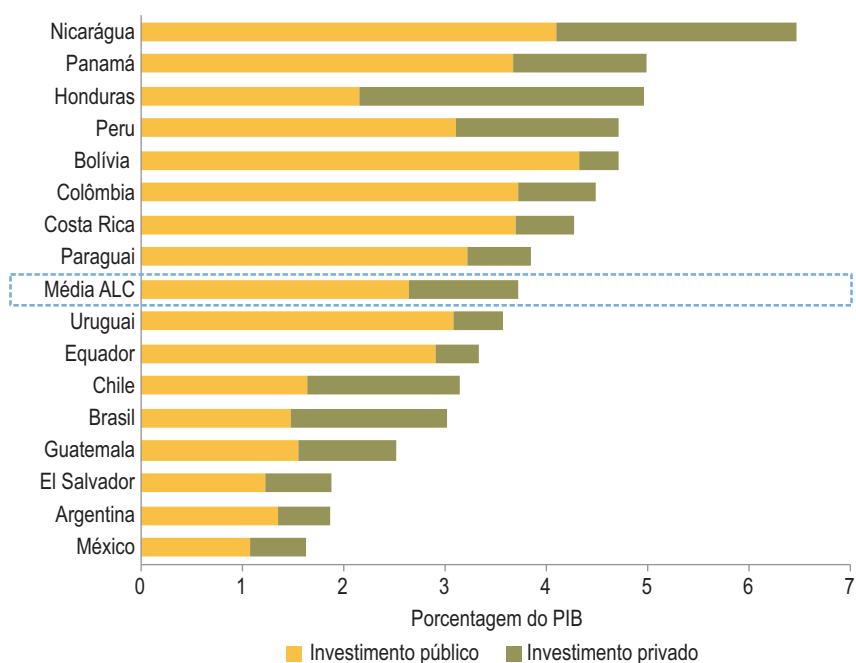
O investimento em infraestrutura é baixo em toda a América Latina e no Caribe, com consequências negativas para a qualidade dos serviços de infraestrutura da região. Apenas um pequeno país (Nicarágua) superou o limiar de 5% do PIB entre 2008 e 2013. Nenhuma das grandes economias (Argentina, Brasil, Chile ou México) investiu mais de 3% do PIB — muito menos do que é necessário para fechar o hiato de infraestrutura (figura 4.8). A pesquisa do Fórum Econômico Mundial sobre as percepções da qualidade da infraestrutura — a mais citada e usada em todo o mundo — é conclusiva: a qualidade da infraestrutura na América Latina e no Caribe deixa a desejar, sobretudo se comparada às economias avançadas e à Ásia emergente. Ainda mais preocupante é a comparação com a África Subsaariana, que vem reduzindo sua lacuna de qualidade. Na América Latina e no Caribe, a qualidade melhorou ligeiramente entre 2006 e 2014, mas menos do que na África Subsaariana. Se a tendência persistir, a América Latina e o Caribe serão a região com a pior percepção em termos de qualidade de sua infraestrutura¹⁴.

Investimento público ou privado: um é pouco...dois é melhor

A infraestrutura requer um planejamento rigoroso, porque cria externalidades tanto positivas (efeitos de rede) como negativas (principalmente nos contextos ambiental e social). Também requer uma supervisão adequada para assegurar que os serviços cumpram padrões de qualidade adequados. Essas atividades devem ser executadas pelo setor público. No entanto, o setor público não precisa fornecer serviços de infraestrutura diretamente. Em muitos países, os serviços de infraestrutura são fornecidos por empresas privadas por meio de uma série de arranjos, tais como contratos de gestão ou concessões, normalmente denominados “parcerias público-privadas” (embora os arranjos específicos tenham conotações jurídicas e econômicas diferentes em países da América Latina e do Caribe).

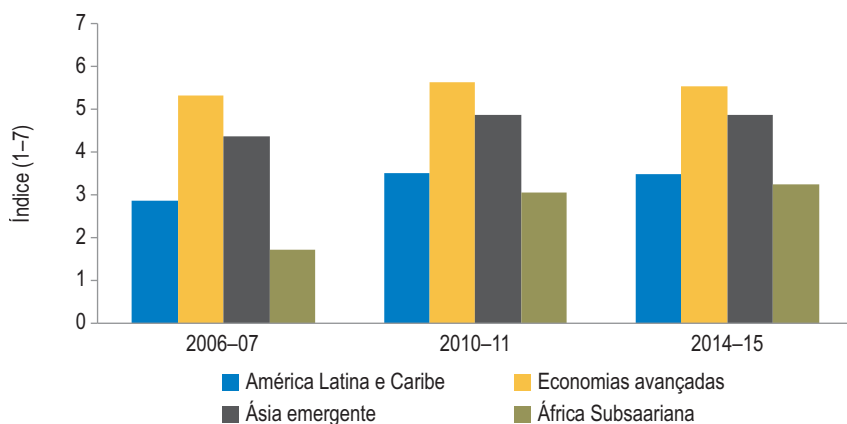
Apesar da queda desde que atingiu seu pico na década de 1980 (ver figura 4.7), o investimento público em infraestrutura é maior do que o investimento privado, em todos os países da América Latina e do Caribe. O declínio do investimento público resultou de dois fatores: menos espaço fiscal após as políticas de ajuste macroeconômico dos anos 1990, que reduziram o gasto público e — ao mesmo tempo — a crença de que a abertura dos serviços de infraestrutura à propriedade e às operações privadas compensaria o menor investimento público em

Figura 4.8 Investimento em infraestrutura por país, 2008–13 (média anual)



Fonte: Cálculos próprios com base em CAF (2013) e CEPAL (2014a).

Figura 4.9 Percepção da qualidade da infraestrutura: comparação regional, 2006–15



Fonte: Cálculos próprios baseados em Fórum Econômico Mundial (2006, 2010, 2014).

Nota: Índice de percepção baseado em uma escala de 1 (pior) a 7 (melhor).

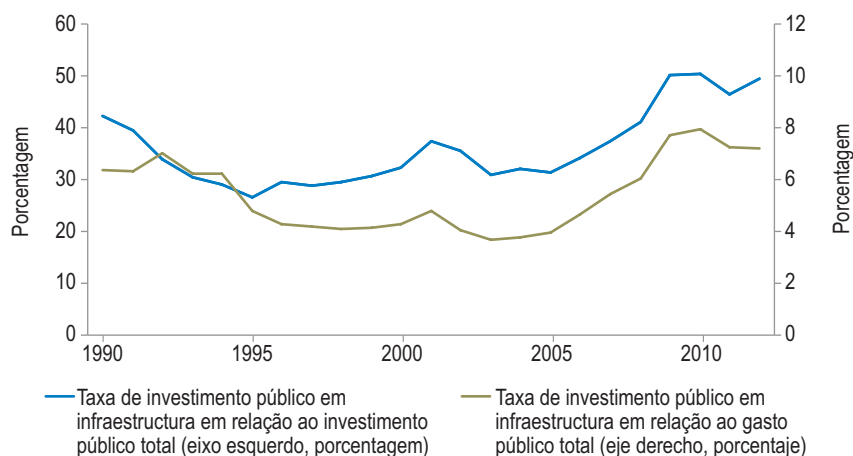
infraestrutura (Fay e Morrison, 2007). Infelizmente, apesar de o papel do investimento privado em infraestrutura ter aumentado, não foi o suficiente para substituir o investimento público.

De 1990 a 2013, a região acumulou US\$ 680 bilhões em investimentos privados, superando a Ásia emergente (US\$ 503 bilhões) e a África Subsaariana (US\$ 130 bilhões). Embora o nível de investimento privado tenha aumentado desde o início da década de 1990, chegando a 1,5% do PIB em alguns anos, nunca alcançou os níveis esperados, deixando a região com níveis de investimento total muito mais baixos como porcentagem do PIB do que na década de 1980.

Sem dúvida, a América Latina e o Caribe precisam de mais investimento em infraestrutura e, dado o tamanho do hiato de infraestrutura, tanto o investimento público como o privado terão que aumentar. Mas há espaço para aumentar tanto o investimento público como o privado? A resposta é um sonoro sim, desde que sejam adotadas ações e políticas específicas para cada setor.

O investimento público em infraestrutura, expresso como uma porcentagem do investimento público total, caiu durante a década de 1990 e manteve-se em 30% até meados dos anos 2000. A partir de 2005, a composição do investimento público mudou, e a parte destinada à infraestrutura subiu de 30% para 50%. O investimento público em infraestrutura como uma porcentagem do gasto público total também aumentou a partir de 2005, mas não foi capaz de ultrapassar o nível da década de 1990 (figura 4.10)¹⁵. O desafio para a América Latina e o Caribe é sustentar o aumento do investimento público em infraestrutura. Infelizmente, se a história servir como referência, as perspectivas não são favoráveis para aumentar o investimento em infraestrutura de forma permanente.

Quando as condições fiscais se deterioram, o investimento em infraestrutura é uma das principais rubricas orçamentárias a serem suprimidas. Em tempos de crise ou recessão, os cortes nos gastos de capital, particularmente o investimento em infraestrutura, são proporcionalmente muito maiores do que os cortes nas despesas correntes ou que as novas receitas fiscais¹⁶. Carranza, Daude e Melguizo (2014) argumentam que entre 1987 e 1992 — um período de crises financeiras e fiscais na América Latina e no Caribe — um terço da melhoria das contas fiscais ocorreu à custa de menor investimento em infraestrutura: os déficits públicos encolheram em 6% do PIB e o investimento público em infraestrutura diminuiu, em média, em 2% do PIB, o que equivale a

Figura 4.10 Investimento público em infraestrutura, 1990–2012

Fonte: Cálculos próprios baseados em Serebrisky, Margot, et al. (2015).

reduzir o investimento público em infraestrutura em mais de 60%. Evidências do primeiro semestre de 2015 para os governos subnacionais no Brasil indicam que a desaceleração do crescimento econômico obrigou os estados a reduzirem em 46% seus investimentos em infraestrutura¹⁷.

O que pode ser feito para aumentar o investimento público em infraestrutura de forma sustentável e, assim, ajudar a fechar o hiato de infraestrutura? Inevitavelmente, a poupança pública precisa aumentar. Mas como fazê-lo? Uma opção é criar mais espaço fiscal por meio de receitas adicionais (como o financiamento por impostos gerais) e canalizá-lo para a infraestrutura. Outra opção é mudar a composição do gasto público, reduzindo as despesas correntes em favor do investimento em infraestrutura. Outras políticas necessárias incluem: i) aumentar as tarifas para os usuários em setores onde estas são mais baixas do que os níveis de recuperação de custos; ii) criar encargos para capturar o valor resultante da nova infraestrutura; e iii) aumentar a eficiência do investimento público em infraestrutura, racionalizando o ciclo de projetos de fornecimento de infraestrutura do planejamento à aquisição, e melhorando a supervisão de obras e a qualidade da regulação dos serviços de infraestrutura.

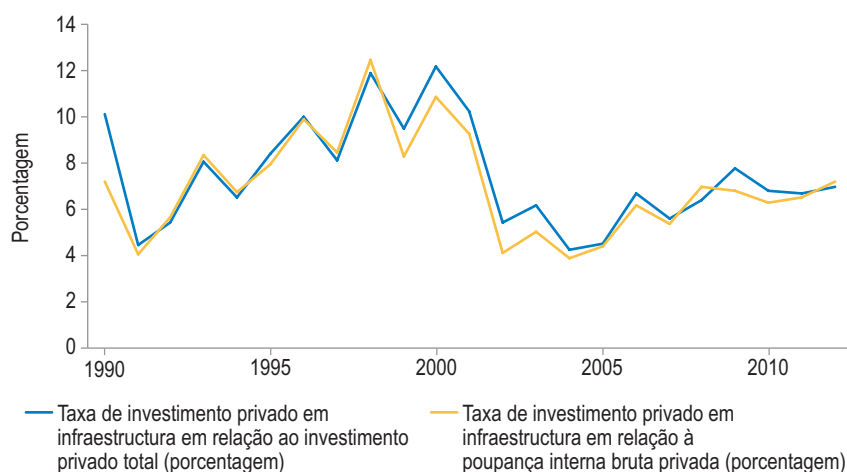
A mensagem de política fundamental é que, para aumentar o investimento público em infraestrutura, a poupança pública precisa aumentar. A poupança pública não precisa vir por meio de impostos adicionais ou

cortes no orçamento. Mudar a composição do gasto de despesa corrente para despesa de capital e melhorar a eficiência do gasto pode aumentar a poupança pública e gerar recursos adicionais para o investimento público (ver capítulo 8).

A outra metade

O setor público não pode, sozinho, fechar o hiato de infraestrutura. O caminho à frente para a região é produzir as condições necessárias para aumentar substancialmente o investimento privado em infraestrutura. Quanto o investimento privado precisa aumentar? A resposta depende do comportamento futuro do investimento público. Supondo-se, apenas a título de exercício, que o investimento público atinja um nível otimista de 2% do PIB, o investimento privado precisaria triplicar (de 1% para 3% do PIB) para alcançar o limiar de 5% do PIB necessário para fechar o hiato de infraestrutura. Uma simples análise da evolução do investimento privado em infraestrutura em comparação com o investimento privado total e a poupança interna privada (figura 4.11), mostra claramente que o investimento privado em infraestrutura tem espaço para crescer — pelo menos para se igualar aos valores observados no final dos anos 1990.

Aumentar o investimento privado em infraestrutura requer ação simultânea em duas frentes: fortalecer a capacidade reguladora e institucional para gerar uma carteira de projetos bem elaborada e desenvolver a infraestrutura como uma classe de ativos para canalizar poupança privada para a infraestrutura. Uma importante área de conhecimento aborda aspectos específicos de como desenvolver e implementar projetos com a participação do setor privado ou por meio de parcerias público-privadas¹⁸. Os estudos disponíveis concentram-se quase que exclusivamente no nível do projeto, com foco em características do projeto (setor, compromissos de investimento, patrocinadores, estruturação do financiamento) e seu desempenho (produtividade, qualidade dos serviços). No entanto, há uma notável falta de evidências sobre o que a região deve fazer para promover a infraestrutura como uma classe de ativos. Surpreendentemente, não há uma análise regional no nível macro das fontes de financiamento usadas para financiar infraestrutura. Ou seja, independentemente de quem constrói e opera os ativos, a pergunta sobre de onde vem o financiamento (poupança interna ou externa) continua sem resposta.

Figura 4.11 Investimento privado em infraestrutura, 1990–2012

Fonte: Cálculos próprios baseados em Serebrisky, Margot, et al. (2015).

As seções a seguir analisam em profundidade o mercado privado de financiamento de infraestrutura na América Latina e no Caribe e definem uma agenda para transformar a infraestrutura em um ativo mais atraente, especialmente para os investidores institucionais, que administram um volume crescente de poupança privada.

Como entender o mercado de financiamento de infraestrutura

Os ativos de infraestrutura são diferentes de todos os demais ativos (edifícios industriais, maquinário, escolas) que constituem a definição de formação bruta de capital fixo (FBCF). Esses ativos envolvem custos adiantados de construção significativos, implicam elevados riscos iniciais devido a custos de construção imprevistos seguidos de uma demanda incerta, geram receitas somente depois que o maior gasto (custos de construção) houver sido efetuado, e não podem ser reconvertidos em usos alternativos. Dadas essas peculiaridades, a única forma viável de pagar pela maioria dos ativos de infraestrutura é com financiamento de longo prazo.

A poupança externa para financiar infraestrutura é possível — mas não provável — na região. Mesmo em anos recentes, com perspectivas positivas de crescimento e o investimento estrangeiro direto (IED) chegando a 3% do PIB, apenas 10% desse montante foi destinado a

infraestrutura, com a quase totalidade concentrada no Chile e no Brasil (Powell, 2013). Tendo em conta esse histórico de fluxos de IED para a infraestrutura, a poupança externa claramente não é o agente de mudança do financiamento de infraestrutura na América Latina e no Caribe.

Mas o volume não é o único problema do IED. A moeda local oferece outras vantagens claras como fonte de financiamento de longo prazo. Na América Latina e no Caribe, onde os mercados de capitais não estão suficientemente desenvolvidos, não há muitas oportunidades de cobertura de riscos. Portanto, é difícil assegurar financiamento externo para projetos de infraestrutura, cujos ativos não têm uso alternativo. Além disso, há um desajuste entre a receita, em moeda local, obtida da infraestrutura, e o pagamento de obrigações de dívida em moeda estrangeira. Esse desajuste de moedas tem sido uma fonte de instabilidade e renegociação de contratos de longo prazo para serviços de infraestrutura. Outra razão pela qual financiamento de longo prazo em moeda local deveria estar disponível é que os investidores internacionais geralmente requerem a participação ativa de investidores locais como co-financiadores em projetos de infraestrutura. Todas as evidências sugerem que é preciso haver poupança interna em volume suficiente e de boa qualidade (canalizada com os instrumentos adequados para acomodar as necessidades específicas de infraestrutura), para fechar o hiato de infraestrutura que prevalece na América Latina e no Caribe.

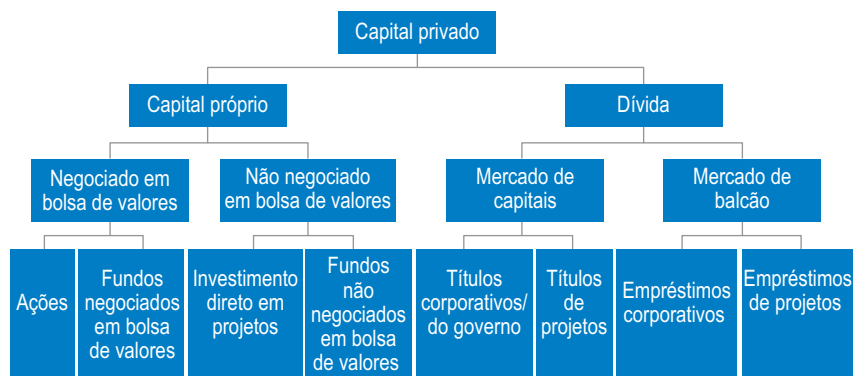
Como reação à queda no financiamento disponível para infraestrutura e aos cortes no orçamento enfrentados por vários países após as crises financeiras de 2008-09, uma avalanche de relatórios sobre políticas públicas provenientes de bancos multilaterais de desenvolvimento, do Grupo dos 20 (G-20), de *think tanks* e da academia, chegou a uma conclusão adicional: uma maior participação do setor privado em infraestrutura é a única maneira de manter e melhorar o estoque e a qualidade dos serviços de infraestrutura¹⁹. Os relatórios compartilharam outra constatação preocupante: há uma alarmante falta de informação sobre *quem* está incluído na definição do setor privado, *qual* é o papel de cada ator do setor privado e *quais* veículos preferem para canalizar investimentos em infraestrutura. Não é de surpreender o fato de que a falta de informação é mais aguda nas regiões em desenvolvimento, e a América Latina e o Caribe não são exceções.

O financiamento privado de infraestrutura assume uma de duas formas: os investidores podem optar por investir diretamente em projetos

de infraestrutura (capital próprio), ou por conceder empréstimos a projetos ou empresas de infraestrutura específicos (por meio de títulos, empréstimos e financiamento de governos estrangeiros e instituições financeiras internacionais) (figura 4.12). Os investimentos podem ser alocados por veículos negociados em bolsa de valores (ações de empresas de infraestrutura de capital aberto, títulos do governo ou de empresas negociados em bolsa de valores, e investimentos em fundos de infraestrutura registrados em bolsa de valores), ou veículos não negociados em bolsa de valores (transações de capital ou de dívida por meio de mercados privados ou investimentos em fundos de infraestrutura não negociados em bolsa de valores).

A importância relativa de cada canal no mercado de financiamento de infraestrutura varia muito entre os países. Os veículos de investimento preferidos são normalmente determinados pelo grau de desenvolvimento dos mercados de capitais domésticos, pelos marcos regulatórios e de governança e pelo grau de capacidade e conhecimento dos investidores (Estache, Serebrisky e Wren-Lewis, 2015). Diferentes agentes ou instrumentos, em geral, financiam diferentes fases do ciclo do projeto: os bancos estão geralmente mais bem preparados para assumir os riscos envolvidos em operações complexas de infraestrutura e para abordar assimetrias de informação, em particular nas etapas iniciais da concepção do projeto; por outro lado, a emissão de títulos e o financiamento de longo prazo de investidores institucionais são alternativas mais viáveis para ampliar e consolidar o financiamento do investimento em etapas posteriores da vida do projeto (Ehlers, 2014; Canuto, 2014). É

Figura 4.12 Mercado de financiamento de infraestrutura



Fonte: Cálculos próprios, adaptados de Inderst (2013) e Inderst e Stewart (2014).

por isso que participação no capital e empréstimos bancários são mais comuns durante a fase de construção, quando os riscos são mais altos, ao passo que os títulos são normalmente usados durante as fases operacionais, quando os projetos podem gerar fluxos de caixa confiáveis e os riscos são menores.

Como a infraestrutura privada está sendo financiada na América Latina e no Caribe? Uma maneira natural de responder a essa pergunta é preenchendo as caixas da figura 4.12. No entanto, as limitações dos dados se traduzem em informações apenas parciais. Nenhuma fonte publicamente disponível detalha a composição do mercado de financiamento de infraestrutura na América Latina e no Caribe. Para preencher esse hiato, Serebrisky, Suárez-Alemán, et al. (2015) analisaram a tipologia de investidores ativos no mercado de financiamento de infraestrutura na região²⁰. O estudo contou com uma amostra de 377 projetos de infraestrutura implementados na América Latina e no Caribe entre 2004 e 2014, obtida na base de dados do *Infrastructure Journal*, totalizando mais de US\$ 56 bilhões^{21,22}.

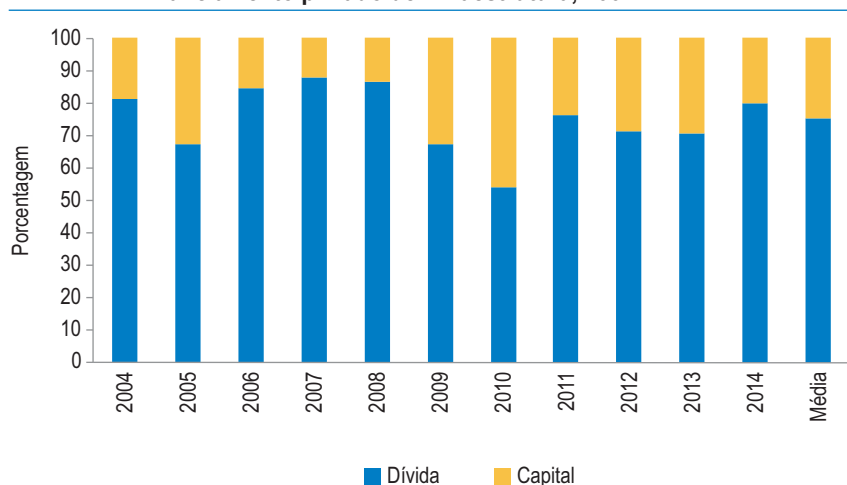
A dívida se destaca

Tradicionalmente, a infraestrutura na América Latina e no Caribe tem sido financiada com dívida, como mostra a figura 4.13. Embora o capital tenha ganhado terreno no final da última década devido à crise financeira, a dívida se recuperou rapidamente. Em média, entre 2004 e 2014, a dívida respondeu por 67% do financiamento privado para infraestrutura. A dívida no “mercado de balcão”²³ (que inclui empréstimos bancários para projetos de infraestrutura) é responsável por quase todo o financiamento via dívida e destaca a falta de profundidade dos mercados de capitais na América Latina e no Caribe.

Infelizmente, os dados disponíveis são insuficientes para esclarecer os componentes do financiamento de capital. Os poucos dados disponíveis sugerem que a forma mais comum de investimento em infraestrutura via participação no capital é por meio de opções não negociadas em bolsa e, principalmente, de contribuições de capital diretas a projetos. Assim, a maior parte do investimento em capital na região é feita diretamente, em vez de depender da bolsa de valores ou de fundos sob a gestão de terceiros (negociados ou não em bolsa).

A composição dos veículos de financiamento e sua evolução ao longo do tempo são muito semelhantes na América Latina e no Caribe

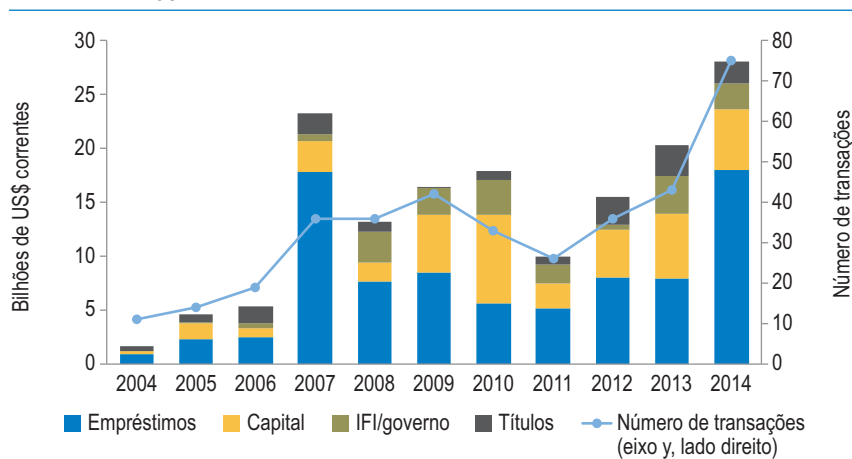
Figura 4.13 Evolução da proporção de participação no capital e dívida no financiamento privado de infraestrutura, 2004–14



Fonte: Cálculos próprios com base em Serebrisky, Suárez-Alemán, et al. (2015), a partir da base de dados do *Infrastructure Journal*.

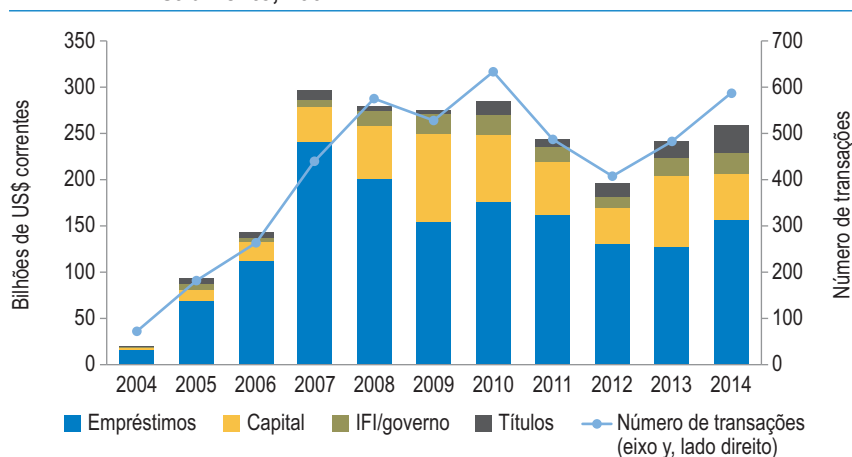
e no restante do mundo (figuras 4.14 e 4.15). A região se recuperou antes — e mais rapidamente, — das crises financeiras, embora essa recuperação tenha sido fraca; foi somente em 2014 que o total do financiamento privado na América Latina e no Caribe superou seus níveis de 2007. As porcentagens de dívida e de capital são semelhantes na América Latina e no Caribe e no restante do mundo. O fato notável, embora esperado, é que os empréstimos bancários sofreram uma contração acentuada, uma consequência direta de reservas compulsórias mais restritivas.

Quem fornece o financiamento nesse mercado marcado pela dívida? Vários provedores de capital participam do mercado de financiamento privado de infraestrutura (tabela 4.1). Os bancos comerciais são, de longe, os maiores financiadores privados de infraestrutura na América Latina e no Caribe: um em cada dois projetos de infraestrutura foram financiados por bancos comerciais durante o período estudado²⁴. A tabela 4.1 confirma vários fatos interessantes sobre o financiamento privado de infraestrutura na região. Primeiro, os bancos nacionais de desenvolvimento desempenham um papel importante, com uma participação de 13,65%²⁵. Em segundo lugar, a participação dos bancos multilaterais de desenvolvimento é baixa, compatível com estimativas anteriores tanto para empréstimos soberanos como não

Figura 4.14 Financiamento privado de infraestrutura por tipo de instrumento, 2004–14

Fonte: Cálculos próprios baseados em Serebrisky, Suárez-Alemán, et al. (2015), a partir da base de dados do *Infrastructure Journal*.

Nota: IFI = instituições financeiras internacionais.

Figura 4.15 Financiamento privado de infraestrutura no mundo por tipo de instrumento, 2004–14

Fonte: Cálculos próprios baseados em Serebrisky, Suárez-Alemán, et al. (2015), a partir da base de dados do *Infrastructure Journal*.

Nota: IFI = instituições financeiras internacionais

soberanos (Powell, 2013). A participação de investidores institucionais (como fundos de pensão, seguradoras e fundos de investimento) no financiamento privado de infraestrutura na América Latina e no Caribe é insignificante (menos de 2%).

Tabela 4.1 Provedores de financiamento privado em projetos de infraestrutura, 2005–14

Classificação	Tipo de agente	Participação (porcentagem)
1	Banco comercial	50,55
2	Banco nacional ou estadual	13,65
3	Desenvolvedor/Empreiteiro ou construtora	9,12
4	Empresa privada	8,83
5	Banco multilateral (ou) de desenvolvimento	7,34
6	Banco de investimento	3,28
7	Instituição de crédito à exportação	2,05
8	Fundo de investimento ou infraestrutura	1,90
9	Órgão do governo/autoridade pública	1,88
10	Fundo de pensão	1,11
11	Fundo soberano	0,24
12	Seguradora	0,04

Fonte: Cálculos próprios baseados em Serebrisky, Suárez-Alemán, et al. (2015), a partir da base de dados do *Infrastructure Journal*.

Nota: A classificação mostrada é a usada pela base de dados do *Infrastructure Journal*.

Infraestrutura como uma classe de ativos

Na linguagem deste livro, o desenvolvimento de infraestrutura como uma classe de ativos seria uma ferramenta para poupar melhor, uma vez que fornece um mecanismo para canalizar a poupança privada para ativos que aumentam a produtividade. Pode-se pensar em infraestrutura como uma classe de ativos propriamente dita, em vez de uma subclasse derivada do setor imobiliário. Embora se assemelhe ao setor imobiliário, há diferenças entre ambos em alguns aspectos fundamentais. Em todos os casos, a infraestrutura envolve ativos com uma vida longa que criam retornos recorrentes e estáveis, geralmente indexados pela inflação. Comparada ao setor imobiliário, a infraestrutura está menos exposta aos ciclos econômicos, tem fluxos de caixa mais previsíveis (permitindo uma maior alavancagem) e tem barreiras de entrada jurídicas e às vezes econômicas (dando estabilidade aos retornos se a regulação econômica for adequada). No entanto, em 2014 nem mesmo os investidores mais sofisticados consideravam a infraestrutura uma classe de ativos. Um estudo recente concluiu que mais de 40% dos investidores ainda não incluem a infraestrutura como um ativo em suas carteiras (J. P. Morgan Asset Management e Af2i, 2014).

Em que pese a demanda crescente não atendida de serviços de infraestrutura, os altos custos de transação, os riscos políticos e de governança e os obstáculos regulatórios e de políticas encontrados na maioria dos países da região tornam os retornos dos investimentos ajustados pelo risco demasiadamente baixos para atrair investimento privado. A carteira de projetos bem elaborados é pequena; faltam instrumentos financeiros adequados com liquidez suficiente (como títulos para financiar projetos) para mobilizar os investidores locais; inconsistências assustadoras persistem em contratos, concessões, editais de licitação e na recuperação crítica de custos subjacentes; e os desafios de fluxo de caixa assolam os setores que necessitam de investimento privado. Assim, é imperativo fortalecer a capacidade institucional do setor público ao longo de todo o ciclo dos projetos de infraestrutura. Melhor capacidade técnica no setor público, aliada a uma menor interferência política que altera a condição econômica da prestação de serviços de infraestrutura (por meio de mudanças arbitrárias de tarifas e programas de investimento), reduziria a incerteza e, portanto, o custo de capital enfrentado por investidores privados. De acordo com um estudo recente, 87% dos investidores da América Latina e do Caribe consideraram as fragilidades institucionais um grande empecilho para aumentar o investimento em infraestrutura, em comparação com 41% na Europa e no Oriente Médio, e apenas 31% na Ásia e no Pacífico (BlackRock, 2015).

Investidores institucionais: uma fonte inexplorada de financiamento

Os investidores institucionais, principalmente fundos de pensão, seguradoras e fundos mútuos, estão se tornando atores cada vez mais importantes nos mercados financeiros. Apenas nos países membros da OCDE, esses investidores institucionais detinham mais de US\$ 70 trilhões em 2012. A maior parte da atenção para atrair financiamento de longo prazo para a infraestrutura se concentra em seguradoras e fundos de pensões. Nos países da OCDE, esses investidores de longo prazo ostentavam US\$ 45 trilhões em ativos em 2012 (US\$ 24 trilhões das seguradoras e US\$ 21 trilhões dos fundos de pensão). Na América Latina e no Caribe, o valor foi ligeiramente superior a US\$ 1 trilhão, ou aproximadamente 20% do PIB (Della Croce e Yermo, 2013).

Os fundos de pensão e sua alocação de carteira em infraestrutura têm sido objeto de muito mais análises do que as seguradoras. Apesar da crescente atenção, é muito difícil obter informações sobre a

participação de fundos de pensão em projetos de infraestrutura, em parte porque a infraestrutura geralmente não é considerada uma classe de ativos por si só. A OCDE vem liderando um esforço para preencher a lacuna de informações. A primeira tentativa de comparar a alocação de fundos de pensão em projetos de infraestrutura foi uma pesquisa realizada em 2014. Os fundos de pensão na Austrália e no Canadá têm liderado o investimento direto em infraestrutura, com uma alocação de 5% do total de ativos a esse setor²⁶.

Embora os fundos de pensão na América Latina administrem um conjunto crescente de fundos, as alocações para infraestrutura são baixas. Os países com as maiores carteiras de fundos de pensão sob gestão na região — medidos como porcentagem do PIB — são Chile (63%), México (48%), Peru (18%), Colômbia (16%) e Brasil (11%). Embora os números variem de acordo com diferentes fontes, as alocações desses fundos em projetos de infraestrutura são relativamente menores. Os fundos no Brasil investem 2%; no México, 1%; e no Chile, apenas 0,2% (Della Croce e Gatti, 2014). O investimento médio em infraestrutura pelos cinco países é de 2,6%, segundo Alonso, Arellano e Tuesta (2015). Serebrisky, Suárez-Alemán, et al. (2015) calculam que a alocação média regional entre 2005 e 2014 foi de 1,1%.

A alocação atual de fundos de pensão na América Latina e no Caribe — na faixa de 1% a 2% do total de ativos sob gestão — claramente não é suficiente para impulsionar o investimento em infraestrutura. Mas que grau de exposição à infraestrutura seria razoável para os fundos de pensão na América Latina e no Caribe? Dois cenários alternativos são avaliados. Na extremidade inferior está a hipótese de 3% das carteiras de investimento dos fundos, que representa o nível mínimo para contribuir de forma significativa para um aumento dos investimentos em infraestrutura. O cenário da extremidade superior postula uma alocação de 7% das carteiras de investimento dos fundos, que corresponde à maior exposição à infraestrutura dos fundos de pensão no mundo (observado na Austrália e no Canadá).

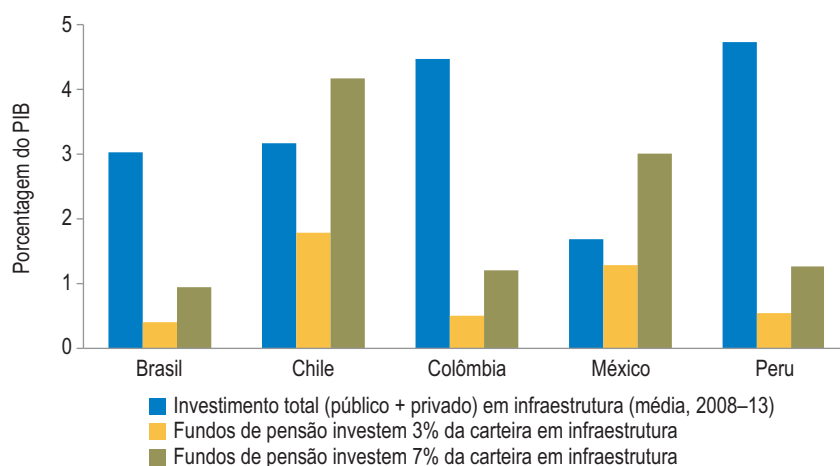
A primeira tentativa de estimar o impacto do investimento em infraestrutura se concentra em *estoques* de ativos sob gestão e calcula o investimento total em infraestrutura adicional que resultaria da alocação de uma porcentagem do *estoque* acumulado de fundos de pensão sob gestão. Supondo-se que os fundos de pensão aumentassem a exposição do seu *estoque* à infraestrutura — investindo 3% (ou 7%) dos seus ativos sob gestão em projetos de infraestrutura, o investimento em

infraestrutura aumentaria significativamente no Chile e no México. Também aumentaria — embora não o suficiente para ter um impacto notável — no Brasil, na Colômbia e no Peru (ver figura 4.16), devido ao volume menor de ativos acumulados sob gestão naquelas economias. No Chile, o investimento em infraestrutura poderia aumentar entre 2% e 4% do PIB (dependendo da hipótese adotada); isso poderia duplicar a taxa de investimento atual. No México, uma mudança na alocação de carteiras dos fundos de pensão poderia mais do que duplicar a taxa de investimento atual em infraestrutura, que passaria de menos de 2% do PIB para cerca de 5% do PIB²⁷.

O exercício anterior usa o *estoque* de ativos sob gestão para aumentar o investimento em infraestrutura. Isso pode ser feito apenas uma vez. Quando os fundos de pensão atingem a hipotética exposição à infraestrutura de 3% (ou 7%), não há mais fundos disponíveis para financiar investimentos adicionais no setor. Para aumentar as taxas de investimento em infraestrutura ao longo do tempo — não apenas uma vez, mas durante vários anos — é necessário aumentar os investimentos usando *fluxos* em vez de estoques.

O que isso significa para os fundos de pensão? Os fundos de pensão poderiam investir em infraestrutura usando os fundos adicionais que

Figura 4.16 Impacto no investimento em infraestrutura de um aumento único nos ativos dos fundos de pensão sob gestão

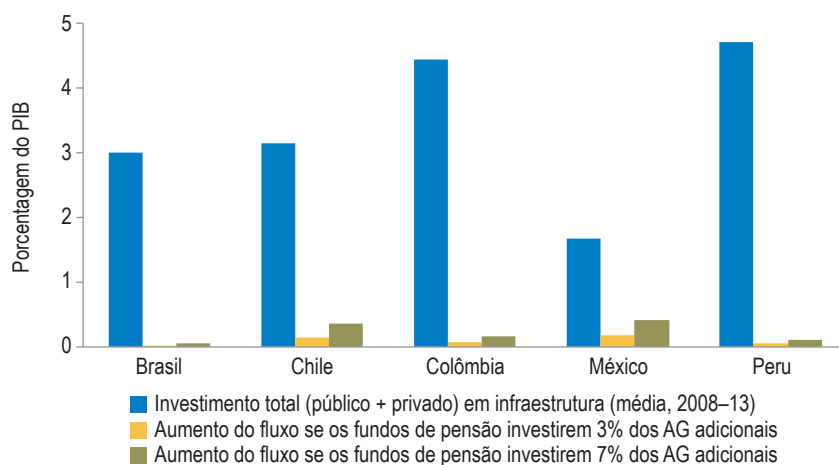


Fonte: Cálculos próprios baseados em estatísticas do FMI e nas seguintes fontes de país: Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Brasil); Superintendencia de Pensiones (Chile); Superintendencia Financiera de Colombia (Colômbia); Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (México) e Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (Peru).

recebem de novos contribuintes (líquidos) ao sistema e seus ganhos de capital. Esses números podem ser obtidos calculando-se a variação de ativos sob gestão de um ano para o outro. Os fluxos, porém, não são tão grandes quanto os estoques. Os ativos dos fundos de pensão sob gestão tendem a aumentar de um ano para o outro (exceto durante os anos de turbulência financeira, como em 2008). Entre 2007 e 2014, os ativos sob gestão aumentaram em média cerca de 5% do PIB ao ano no Chile e no México, 2% na Colômbia e no Peru, e menos de 1% no Brasil. O investimento de 7% desses incrementos em infraestrutura gera um aumento anual nos investimentos totais no setor de 0,35% do PIB no Chile e 0,4% do PIB no México, países onde o investimento aumentaria mais. Em todos os demais países, as contribuições dos fundos de pensão para o aumento (anual) no total de investimento em infraestrutura não chegaria a 0,2% do PIB (ver figura 4.17 e tabela 4.2).

Embora o investimento adicional em infraestrutura a partir da poupança administrada por fundos de pensão seja considerável em alguns países, está longe de ser suficiente para virar o jogo. Investir 7% dos ativos adicionais sob gestão pode aumentar o investimento em infraestrutura em não mais do que 0,4% do PIB, no cenário mais otimista. A

Figura 4.17 Impacto no investimento em infraestrutura de aumentos no fluxo de ativos dos fundos de pensão sob gestão (AG)



Fonte: Cálculos próprios baseados em estatísticas do FMI e nas seguintes fontes de país: Superintendência Nacional de Previdência Complementar (Brasil); Superintendencia de Pensiones (Chile); Superintendencia Financiera de Colombia (Colômbia); Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (México) e Superintendencia de Banca, Seguros y AFP (Peru).

Nota: AG = ativos sob gestão.

Tabela 4.2 Investimentos adicionais potenciais em infraestrutura usando fluxos de ativos dos fundos de pensão sob gestão (porcentagem do PIB)

País	Investimento total (público + privado) (média, 2008–13)	Investimento adicional se os fundos de pensão investirem:	
		3% do aumento em AG	7% do aumento em AG
Brasil	3,01	0,02	0,06
Chile	3,14	0,15	0,35
Colômbia	4,45	0,07	0,16
México	1,68	0,18	0,41
Peru	4,70	0,05	0,11

Fonte: Cálculos próprios.

Nota: AG = ativos sob gestão.

tabela 4.2 mostra que as taxas de investimento em infraestrutura aumentam menos do que 0,2% do PIB na maioria dos casos. Desse ponto de vista, os fundos de pensão podem não ser a panaceia para aumentar os investimentos em infraestrutura. Os investimentos adicionais gerados a partir desses fundos seriam pouco eficazes para fechar o hiato de infraestrutura predominante na América Latina e no Caribe.

Os fundos de pensão podem não fechar o hiato de infraestrutura, mas podem contribuir para aumentar os investimentos no setor. Isso, no entanto, requer um importante conjunto de ações para além do âmbito de ação dos fundos de pensão ou de seus reguladores. Em primeiro lugar, os riscos políticos associados a ambientes macroeconômicos e regulatórios instáveis precisam ser reduzidos. Outras ações envolvem a reforma das regulações que restringem a porcentagem de ativos sob gestão que os fundos de pensão podem investir em infraestrutura. A eliminação de outras barreiras exigirá uma estreita colaboração entre os reguladores financeiros e os fundos de pensão nas seguintes áreas:

- Avaliação de ativos: alguns países exigem que os fundos de pensão informem as variações diárias em seus saldos de conta. O investimento direto em infraestrutura envolve instrumentos que não são líquidos e, portanto, necessitam de uma fórmula de avaliação *ad hoc* para cumprir a exigência de avaliação diária da carteira.
- Transparência e riscos: como os ativos de infraestrutura raramente são negociados nos mercados, é difícil para os supervisores (superintendentes de fundos de pensão) monitorar as avaliações

precisas dos ativos de infraestrutura. Em vista das restrições de informações e recursos, também é difícil para os supervisores avaliar os riscos de desempenho dos ativos de infraestrutura.

- **Liquidez:** mesmo entendendo que os ativos de infraestrutura são retidos por longos períodos, um superintendente precisa garantir a liquidez da carteira como um todo (isso é particularmente importante em países com poucas restrições para que os usuários mudem de fundos de pensão). Assim, não há incentivos para fomentar o crescimento de ativos como infraestrutura, que são ilíquidos.

Apesar da necessidade de atrair financiamento privado para melhorar a infraestrutura da América Latina e do Caribe, os fundamentos de um projeto de infraestrutura não deveriam ser alterados para garantir aos investidores taxas de retorno mais altas do que em projetos comparáveis. Em outras palavras, condições favoráveis para atrair investidores institucionais deveriam ser criadas e mantidas, mas não deveriam implicar custos excessivos por meio de preços médios mais elevados, ou subsídios maiores para gastos operacionais e de capital.

Os fundos de pensão oferecem o potencial para aumentar o financiamento privado em infraestrutura. No entanto, são apenas um dos elementos básicos para ajudar a financiar a construção da infraestrutura necessária para apoiar uma economia produtiva. Embora não seja insignificante, o potencial dos fundos de pensão é, de fato, limitado, e destaca a necessidade de explorar todas as fontes de poupança privada disponíveis (incluindo seguros e outros investidores institucionais) e canalizá-las para investimentos em infraestrutura.

Rumo a uma melhor estratégia de investimento

O investimento na América Latina e no Caribe deveria aumentar para níveis compatíveis com taxas de crescimento do PIB altas e sustentáveis no longo prazo. Idealmente, o investimento deveria ser de aproximadamente 25% do PIB. Mas a região está longe desse nível, definindo abaixo da média de 20% nos últimos 30 anos.

Se a região pretende aumentar significativamente o investimento, este terá de ser financiado por meio de poupança interna. A poupança externa não é páreo para a poupança interna quando se trata de financiar investimento doméstico. Não há dúvida de que uma maior poupança

interna é condição necessária para aumentar o investimento, mas não é suficiente. Para que a poupança adicional tenha o impacto máximo, deve ser canalizada para alternativas de investimento mais produtivas, de forma eficiente.

Um dos usos mais produtivos da poupança interna é a infraestrutura. O investimento eficiente e de qualidade em infraestrutura reduz gargalos, melhorando as perspectivas de crescimento. Infelizmente, os países da América Latina e do Caribe não estão investindo o suficiente em infraestrutura; de fato, o investimento como uma porcentagem do PIB é mais baixo hoje do que há 30 anos. O hiato de infraestrutura na América Latina e no Caribe está aumentando em relação a outras regiões em desenvolvimento e economias avançadas. Ampliar a infraestrutura da região requer financiamento local de longo prazo — precisamente o tipo de financiamento proporcionado pela poupança interna. A poupança externa é, no melhor dos casos, um complemento da poupança interna para financiar infraestrutura.

Para incrementar o investimento em infraestrutura na América Latina e no Caribe é preciso aumentar o investimento público e privado. O setor público continuará a desempenhar um papel muito importante, uma vez que muitos projetos de infraestrutura têm características de bens públicos. Ao mesmo tempo, o setor privado pode reforçar o seu papel melhorando a eficiência das operações de serviços de infraestrutura e contribuindo para o financiamento de projetos de infraestrutura em tempos de restrições fiscais, aliviando, assim, a carga do setor público.

Obviamente, o setor privado não é monolítico, mas sim composto por diferentes agentes com diferentes atitudes e conhecimentos em relação ao risco e à incerteza, que usam veículos distintos em diferentes fases para investir em infraestrutura. O essencial é desenvolver infraestrutura como uma classe de ativos, permitindo a expansão dos veículos existentes, ou a criação de novos veículos, de modo a atrair os agentes mais adequados em cada fase do ciclo de vida do projeto. Uma medida nessa direção consiste em atrair investidores institucionais, como fundos de pensão e seguradoras, que têm recursos disponíveis, e combiná-los com projetos cujos investimentos requerem retornos de longo prazo e baixa volatilidade. Isso abriria a possibilidade de aumentar a participação atual do investimento privado em infraestrutura, contribuindo, ao mesmo tempo, para canalizar o crescimento da poupança interna para a infraestrutura.

Notas

- ¹ Os países são agrupados com base na classificação de renda nacional da base de dados do Banco Mundial. Economias de baixa renda são definidas como aquelas com renda nacional bruta (RNB) per capita – calculada com base no método Atlas do Banco Mundial – de US\$ 1.045 ou menos em 2013. As economias de renda média têm uma RNB per capita superior a US\$ 1.045, mas inferior a US\$ 12.746. As economias de alta renda têm uma RNB per capita de US\$ 12.746 ou mais. As economias de renda média baixa e renda média alta estão separadas por uma RNB per capita de US\$ 4.125.
- ² A Comissão de Crescimento e Desenvolvimento é um grupo patrocinado por quatro organizações governamentais da Austrália, da Holanda, do Reino Unido e da Suécia, além da Fundação William e Flora Hewlett e do Banco Mundial. É composta por 19 líderes das áreas de políticas, governamental e empresarial, a maioria do mundo em desenvolvimento, e dois economistas ganhadores do Prêmio Nobel.
- ³ Os países são Botsuana, Brasil, China, Hong Kong, Indonésia, Japão, Malásia, Malta, Omã, República da Coreia, Singapura, Tailândia e Taiwan.
- ⁴ A classificação das regiões, das menos voláteis às mais voláteis de acordo com o coeficiente de variação, é a seguinte: China (0,18); economias avançadas (0,21); Ásia emergente (exceto China) (0,23); América Latina e Caribe (0,26); e África Subsaariana (0,45).
- ⁵ Os países da Ásia emergente são China, Hong Kong, Índia, Indonésia, Malásia, República da Coreia, Singapura e Tailândia.
- ⁶ A taxa de poupança externa da Nicarágua é de 15% do PIB e a da Guiana, 10%. Outros países têm taxas próximas de 8% – entre eles Bahamas (7,2%), Belize (6,2%) e Jamaica (7,4%) –, mas a maioria desses países tem altas taxas de remessas. As maiores economias da região registraram taxas de poupança externa inferior a 3% do PIB entre 1980 e 2014.
- ⁷ Para uma explicação detalhada das vulnerabilidades macroeconômicas provocadas pela dependência excessiva de poupança externa, ver capítulo 5.
- ⁸ Feldstein e Horioka (1980) estimam um modelo econométrico de investimento usando a poupança interna como regressor, e concluem que, para cada aumento de 1% do PIB na poupança interna, o investimento doméstico aumenta 0,94%.

- ⁹ A única exceção possível é a África Subsaariana, mas mesmo nessa região a razão de autofinanciamento indica que a maior parte do estoque de capital nacional foi financiada com poupança interna.
- ¹⁰ Attanasio, Picci e Scorcu (2000) usam dados de 123 países de todo o mundo entre 1961 e 1994. O trabalho de Serebrisky, Margot, et al. (2015) baseia-se em Attanasio, Picci e Scorcu (2000), mas usa dados ampliados de 1980 a 2013. A atualização de Attanasio e seus coautores ganha relevância porque o período de tempo está associado ao aumento da integração financeira.
- ¹¹ A Bolívia é um caso interessante em que o investimento está atrasado em relação à poupança, criando uma lacuna considerável (Jemio e Nina, 2016).
- ¹² O trabalho teórico sobre a contribuição da infraestrutura para a produtividade e o crescimento começou na década de 1970 com Arrow e Kurz (1970), que foi o primeiro estudo a incluir o capital público como uma função de produção agregada da economia. A pesquisa empírica começou mais tarde com Aschauer (1989), seguida de vários estudos. Uma análise exaustiva da literatura teórica e empírica sobre o impacto da infraestrutura na produtividade e no crescimento pode ser encontrada em *Infrastructure Canada* (2007).
- ¹³ Esse grupo inclui Austrália, Canadá, Croácia, Islândia, Liechtenstein, Noruega, Nova Zelândia, República da Coreia, Singapura, Suíça e Taiwan.
- ¹⁴ Os ganhos de eficiência na prestação de serviços de infraestrutura foram documentados para a América Latina e o Caribe nas últimas duas décadas; para detalhes, ver Serebrisky (2014). No entanto, esses ganhos não foram capazes de compensar os baixos níveis de investimento, resultando na deterioração relativa da percepção da qualidade na América Latina e no Caribe em comparação com outras regiões.
- ¹⁵ Os dados abrangem Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México e Peru, porque a série temporal completa para outros países da América Latina e do Caribe estão disponíveis apenas a partir de meados dos anos 2000.
- ¹⁶ Ver, por exemplo, Calderón e Servén (2004) do Banco Mundial; de Mello e Mulder (2006); Lora (2007); CAF (2009); Carranza, Daude e Melguizo (2014).
- ¹⁷ Ver <http://app.folha.uol.com.br/#noticia/563261>.
- ¹⁸ Ver EIU (2014) para um estudo recente específico sobre a América Latina e o Caribe, em que o ambiente propício para as parcerias público-privadas em infraestrutura é analisado.

- ¹⁹ Ver, por exemplo, Banco Mundial (2011); Inderst (2013); Della Croce e Yermo (2013).
- ²⁰ A amostra abrange os setores tradicionais de infraestrutura econômica: água e saneamento (6,45% do total de projetos): água potável, serviços de saneamento e defesas contra inundações; energia (50,9%): geração, transmissão e distribuição de eletricidade (incluindo energias renováveis); transmissão e distribuição de gás natural; telecomunicações (4,7%): telecomunicações fixas e móveis, conectividade por satélite e internet e serviços multimídia; meios de transporte (37,9%): estradas, transporte urbano de massa, ferrovias, portos e aeroportos; e transporte fluvial. Não cobre a infraestrutura social ou a produção de bens comercializáveis como petróleo e produtos petroquímicos.
- ²¹ A amostra está distribuída geograficamente, da seguinte forma: Brasil (28% dos projetos); México (26,66%); Chile (12,92%); Peru (7,88%); Panamá (5,32%); Uruguai (3,82%); Honduras (2,82%); Colômbia (2,14%); Jamaica (1,86%); Costa Rica (1,5%); Nicarágua (1,34%); Argentina (1,34%); e outros (4,4%, correspondentes a Bahamas, República Dominicana, Trinidad e Tobago, Belize, Bolívia, Equador e Guatemala).
- ²² A base de dados de Participação Privada em Infraestrutura do Banco Mundial (PPI) também reúne informações sobre projetos de infraestrutura. É a base de dados mais completa do mundo em termos do número de projetos e de investimento; fornece informações sobre mais de 6.000 projetos de infraestrutura entre 1984 e 2013. No entanto, não decompõe os projetos por fontes de financiamento. A base de dados do *Infrastructure Journal* é a fonte mais completa que fornece essa decomposição.
- ²³ O termo “mercado de balcão” (*over the counter*) refere-se a operações fora da bolsa de valores que ocorrem diretamente entre duas partes sem a supervisão de uma entidade reguladora (como, por exemplo, a Bolsa de Valores de Nova Iorque).
- ²⁴ Os principais bancos comerciais que financiam infraestrutura na região são Santander (5,61% do montante total para projetos), Citigroup (3,25%), HSBC (3,2%) e BBVA (3,14%).
- ²⁵ Essa porcentagem é influenciada pelo Brasil, onde o BNDES, o maior banco de desenvolvimento nacional, responde por 35% do financiamento de infraestrutura privada no país.
- ²⁶ Do ponto de vista dos investidores, os fundos de pensão com uma alocação separada para infraestrutura têm exposição direta às

características do ativo de infraestrutura (incluindo o seu caráter de longo prazo, estável e vinculado à inflação). A exposição direta ocorre principalmente por meio de instrumentos de capital não negociados na bolsa de valores (investimento direto em projetos e fundos de infraestrutura) e obrigações (títulos de dívida) de projetos, enquanto a exposição indireta está normalmente associada a capital negociado na bolsa de valores e dívida corporativa.

- ²⁷ O resultado é obtido somando-se a taxa atual de investimento em infraestrutura de 1,8% do PIB e os 1,5% a 3% adicionais do PIB que resultariam de novos investimentos em infraestrutura pelos fundos de pensão.

5 Poupança para a estabilidade

Os países investem em capital físico para crescer. Em princípio, o investimento doméstico pode ser custeado com financiamento tanto interno como externo. No entanto, o financiamento externo não é um bom substituto para o financiamento interno. Para começar, pode não estar disponível. Além disso, geralmente é mais caro ou mais incerto — ou ambos. Conseqüentemente, a escassez de poupança interna para financiar boas oportunidades de investimento é uma restrição ao crescimento.

Além do investimento, o financiamento externo também é um substituto imperfeito para o financiamento interno em termos de estabilidade macroeconômica. As poupanças interna e externa são diferentes no sentido de que a absorção de fluxos de capital externo arrisca desestabilizar as contas externas, podendo gerar crises macroeconômicas onerosas¹. A volatilidade relacionada com a crise — que, infelizmente, tem assolado muitos países da América Latina e do Caribe — por sua vez desestimula a poupança em ativos domésticos, já que o valor real da poupança geralmente diminui no rescaldo das crises financeiras. Também é um desestímulo para que investidores estrangeiros comprometam recursos na economia nacional, o que provoca um aumento do custo de financiamento. Isso ativa um círculo vicioso de baixa poupança interna, maior demanda de poupança externa, aumento do risco soberano, crises macroeconômicas, e assim por diante. Portanto, mobilizar poupança interna ajuda a romper esse círculo e a pôr em marcha uma dinâmica oposta e positiva.

Financiamento externo: um substituto imperfeito

Financiamento externo e interno simplesmente não são a mesma coisa. Se ambos fossem dois lados da mesma moeda, os países poderiam substituir um pelo outro com facilidade. Um mundo com uma integração

financeira perfeita entre os países seria totalmente diferente. Os poupadores nacionais optariam por guardar a maior parte da sua riqueza em ativos estrangeiros, a fim de cobrir as flutuações das suas fontes internas de renda. Esse incentivo financeiro para a diversificação de carteiras levaria o investimento interno a ser financiado principalmente por fontes externas. Mas esse mundo imaginário não existe. No mundo real, a poupança externa é pequena em relação ao volume de investimento interno, e o financiamento do capital nacional de cada país é predominantemente de origem interna².

A razão subjacente para essa substituição imperfeita é que o financiamento externo simplesmente é diferente. Tem um prêmio de risco adicional — o assim chamado diferencial (*spread*) de risco país — porque cada estado soberano detém a jurisdição para decidir em favor dos seus nacionais. Mesmo com relativamente pouca exposição externa, quando as perspectivas econômicas de um país se deterioram o prêmio de risco pode disparar e eventualmente tornar-se proibitivo. Isso não é de surpreender: os estrangeiros tendem a conhecer menos as condições locais e podem ser mais vulneráveis do que os investidores internos diante, por exemplo, do risco de expropriação. Por que os estrangeiros iriam querer investir em países onde a população local não poupa se não houver um prêmio para compensar o risco?

Na ausência de um diferencial do risco país, a oferta de financiamento externo seria totalmente elástica na taxa de juros internacional. Qualquer déficit de financiamento interno poderia ser perfeitamente compensado por um aumento do financiamento externo, mantendo, assim, o investimento, inalterado³. No entanto, como há um prêmio de risco para o financiamento externo, o financiamento interno é mais barato e, portanto, favorece o investimento⁴.

A poupança interna também pode atrair financiamento externo *melhor*. Aghion, Comin e Howitt (2006) explicam como o financiamento interno é uma forma de garantia que induz os poupadores estrangeiros a participar do investimento doméstico. Eles precisam dessa garantia como incentivo para investir, porque conhecem menos as condições locais. Sua falta de conhecimento é o que se denomina um problema de agência. Sem a garantia na forma de financiamento interno, o financiamento externo de projetos locais seria de fato escasso; como resultado, o investimento seria ainda mais limitado.

Como o financiamento externo é diferente, o investimento doméstico e a poupança interna estão estreitamente correlacionados nos países

(ver Feldstein e Horioka [1980] e capítulo 4)⁵. O “viés doméstico” capturado por estimativas do tipo Horioka-Feldstein em todo o mundo também ocorre na América Latina e no Caribe (Cavallo e Pedemonte, 2015). A correlação positiva entre investimento doméstico e poupança interna é a consequência natural de uma integração financeira imperfeita entre os países, em que os choques na poupança interna teriam um impacto direto no investimento, uma vez que não seriam totalmente compensados pela poupança externa. A poupança externa pode ajudar a preencher lacunas no investimento, mas não pode curar a frágil poupança interna.

Por todas essas razões, uma poupança interna sólida é essencial para que se tenha um alto investimento. Este capítulo vai além desse aspecto e mostra que a poupança externa não é apenas um substituto imperfeito para a poupança interna para fins de investimento, mas também em termos de risco macroeconômico. Diferentemente da poupança interna, a poupança externa contribui para o risco de uma crise externa, ou seja, uma crise no balanço de pagamentos. Portanto, a escassez de poupança interna não apenas restringe o investimento real, mas também pode criar vulnerabilidades financeiras associadas a crises externas.

Absorver poupança externa: um negócio arriscado

Os países da América Latina e do Caribe exibem baixas taxas de poupança interna e, em média, absorvem mais poupança externa (como uma porcentagem do seu PIB) do que, por exemplo, os países do Leste Asiático (ver capítulo 2). Há razões para suspeitar que a poupança externa poderia contribuir para a criação de riscos que podem evoluir para crises macroeconômicas e, portanto, para a consequente volatilidade associada a essas crises.

Em primeiro lugar, o financiamento externo pode não ser confiável, porque sua disponibilidade e seus termos financeiros dependem de circunstâncias internacionais mutantes que fogem ao controle das autoridades nacionais. Os fluxos de capitais para a América Latina e o Caribe são influenciados por fatores externos (os chamados “fatores impulsoadores”)⁶. Por exemplo, eventos como a decisão do Federal Reserve dos EUA de elevar as taxas de juros podem diminuir significativamente a entrada de capital na região.

Em segundo lugar, os investidores estrangeiros podem se mostrar especialmente reticentes por temerem, com razão, que em condições de estresse econômico as políticas nacionais possam discriminar passivos

externos ou mesmo expropriá-los como uma forma rápida de favorecer o bem-estar nacional — especialmente se os passivos externos se tornarem demasiadamente grandes em relação ao tamanho da economia nacional. Nesses contextos, os investidores estrangeiros podem, compreensivelmente, optar por limitar a sua exposição a um país e — caso decidam assumir o risco — favorecer fluxos de capital de curto prazo, líquidos e mais fáceis de ser repatriados. Esse comportamento, por sua vez, favoreceria fluxos de capital procíclicos que, em períodos de crise, comprometem seriamente a estabilidade macroeconômica.

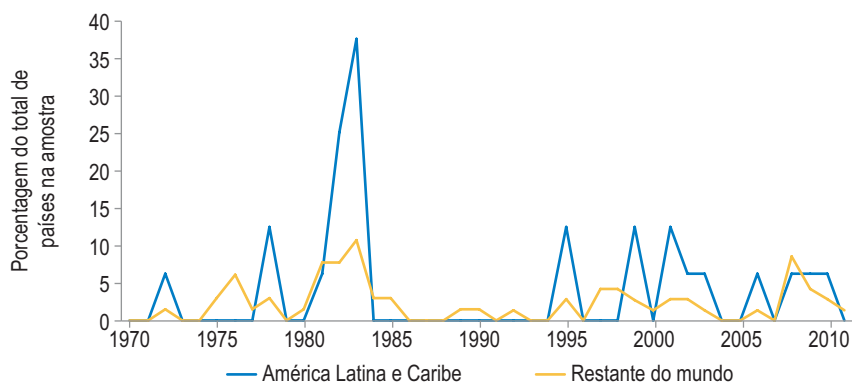
Em terceiro lugar, para atrair financiamento externo, os investimentos devem oferecer altos retornos em moeda estrangeira, o que exige do país anfitrião a capacidade de gerar divisas. Mais uma vez, poupança externa e interna são diferentes. Na maioria dos casos, os contratos de dívida externa são pactuados em moeda estrangeira e devem ser pagos dessa forma. A incapacidade de emitir dívida externa em moeda local em termos razoáveis — o assim chamado “pecado original” das economias emergentes — ainda persegue a região e dificulta a integração financeira (ver Levy Yeyati e Zúñiga, 2015). Em termos mais gerais, independentemente das especificidades dos contratos de dívida externa, na análise final os estrangeiros se preocupam com o valor real das suas posses em termos do seu poder de compra nos seus próprios países. Por exemplo, os detentores norte-americanos de ativos de capital, seja de empresas nacionais ou estrangeiras, se preocupam com o valor em dólares das suas ações. Isso significa que os estrangeiros estão interessados na possibilidade de converter ativos locais em moeda estrangeira. Na ausência de ativos externos líquidos de fácil conversão, a capacidade de um país de gerar divisas pode ser limitada. De fato, transformar ativos internos em divisas aumentando as exportações líquidas é um processo que envolve rupturas e altos custos, especialmente se precisar de ser feito rapidamente.

Poupança externa volátil e dificuldades para implementar ajustes no balanço de pagamentos criam uma combinação explosiva, que pode muitas vezes acabar em uma crise macroeconômica. Portanto, embora mais poupança externa ajude a preencher a lacuna deixada pela escassez de poupança interna e a aliviar a limitação no investimento doméstico, também implica sérios riscos financeiros (Rancière, Tornell e Westerman, 2006). No pior dos cenários, os riscos macroeconômicos de acumular passivos externos ao longo do tempo podem não apenas implicar em custos relacionados a crises, mas também elevar o custo do capital e, em última análise, deprimir o investimento⁷.

Por outro lado, contar com uma poupança interna mais forte é positivo por duas razões: não apenas contribui para aumentar o investimento, mas também reduz os riscos macroeconômicos. Os dois fatores se reforçam mutuamente, contribuindo, assim, para um crescimento mais rápido e menos volátil.

É possível confiar no mercado para equilibrar adequadamente a poupança externa e o risco macroeconômico? Provavelmente não. As empresas que recorrem ao financiamento externo podem não pesar adequadamente as suas necessidades em relação ao prejuízo coletivo de contribuir para o aumento do financiamento externo agregado, que pode perturbar o equilíbrio macroeconômico. Ao aumentar o risco macroeconômico, cada acréscimo nos passivos externos compromete os retornos líquidos do investimento agregado sem qualquer desestímulo à empresa para que o faça⁸. Além disso, a verdadeira medida do risco macroeconômico pode realmente superar o que se reflete no preço dos ativos financeiros (como os *spreads* soberanos ou as taxas dos *credit-default swaps*): frequentemente, a maior parte do custo das crises recai, em última análise, sobre os trabalhadores e outras terceiras partes (incluindo os contribuintes) que não estão envolvidos nas transações financeiras. A questão principal é que o mercado pode não encontrar o equilíbrio correto entre risco econômico e retorno da poupança externa. Se isso ocorrer, essa falha de mercado é mais um argumento favorável para que as políticas públicas promovam a poupança interna⁹.

Será que o uso de poupança externa aumenta o risco de crise na prática? Há grandes variações entre os países em termos de suas taxas de absorção de poupança externa ao longo do tempo e, portanto, nas posições dos seus passivos externos líquidos, ou seja, a soma dos passivos externos menos os ativos externos (Lane e Milesi-Ferretti, 2007). Isso ocorre porque a posição dos passivos externos líquidos de um país é a soma de sua poupança externa acumulada, adequadamente valorizada e depreciada ao longo do tempo. Catão e Milesi-Ferretti (2014) mostram que a proporção de passivos externos líquidos de um país em relação ao PIB funciona bem como um indicador de crises externas¹⁰. Sua definição de crise externa inclui grandes episódios que afetam a economia nacional, como, por exemplo, eventos de descumprimento do pagamento da dívida soberana e renegociações, bem como eventos associados ao apoio significativo do Fundo Monetário Internacional (FMI)¹¹. Essas crises, por sua vez, estão normalmente associadas a uma queda na produção e a outros custos econômicos, sociais e políticos¹².

Figura 5.1 Porcentagem de países que entram em crise externa

Fonte: Cálculos próprios com base na definição de “crise externa” em Catão e Milesi-Ferretti (2014).

Nota: A figura mostra a porcentagem de países da América Latina e do Caribe e o restante do mundo, que entram em crise externa em um determinado ano. Os dados mostram uma certa concentração ao longo do tempo; ou seja, as crises externas afetam vários países ao mesmo tempo.

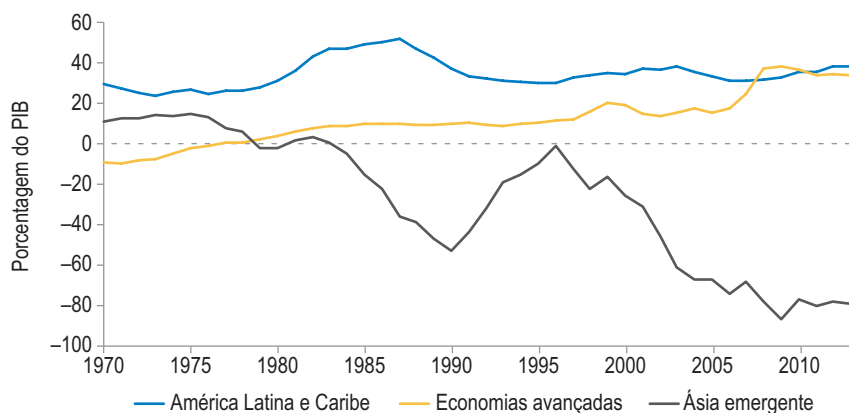
A figura 5.1 mostra a proporção de países na América Latina e no Caribe, e no restante do mundo, que entraram em uma crise externa em um determinado ano¹³. No início dos anos 1980, a maioria dos países da América Latina e do Caribe enfrentou uma crise externa. Outros períodos de volatilidade incluíram meados dos anos 1990 (o “efeito Tequila”, que teve sua origem no México e se espalhou por toda a região); final dos anos 1990 até o início dos anos 2000 (o rescaldo das crises financeiras asiática e russa de 1997 e 1998); e o período posterior à crise financeira internacional de 2008. Em comparação com o restante do mundo, a América Latina e o Caribe constituem claramente uma região de alto risco¹⁴.

Segundo Catão e Milesi-Ferretti (2014), o alto risco na região, por sua vez, pode ser atribuído ao seu grande estoque de passivos externos líquidos (medido como porcentagem do PIB). A figura 5.2 mostra que o estoque de passivos externos líquidos (em relação ao PIB) de um país típico da América Latina e do Caribe é maior do que o de um país típico de outras regiões. O contraste é impressionante em relação à Ásia emergente, onde o país típico é um grande credor líquido.

O padrão de grandes passivos externos líquidos é especialmente relevante para os países menores da região, muitos dos quais estão localizados na América Central e no Caribe (ver figura 5.3). Os passivos externos líquidos (como porcentagem do PIB) aumentaram na última década no país típico do grupo de países menores. Por outro lado, a mesma proporção caiu para o país típico do grupo das

Figura 5.2 Posições dos passivos externos líquidos

Média simples por grupos de países

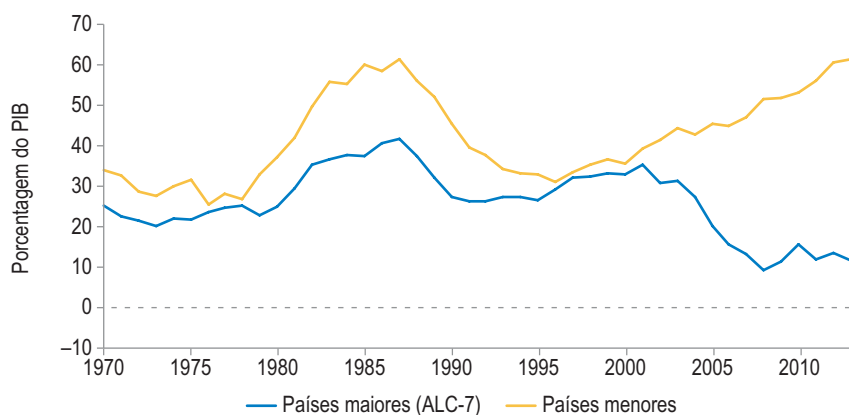


Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados de *External Wealth of Nations*.

Nota: A figura mostra a média simples de passivos externos líquidos (como porcentagem do PIB) para grupos de países selecionados. Ver a nota 3 do capítulo 2 para a lista de países em cada grupo de países.

Figura 5.3 Posições dos passivos externos líquidos na América Latina e no Caribe

Média simples por grupos de países



Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados de *External Wealth of Nations*.

Nota: A figura mostra a média simples de passivos externos líquidos (como porcentagem do PIB) para grupos de países selecionados. ALC-7 inclui Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela. Juntos, esses países respondem por mais de 90% do PIB regional. Os países menores são os demais países da região não incluídos no ALC-7, a maioria deles na América Central e no Caribe.

maiores economias da região (o chamado “ALC-7”: Argentina, Brasil, Chile, Colômbia, México, Peru e Venezuela).

É possível reduzir os riscos de crise financiando-se investimento doméstico com poupança interna em vez de poupança externa? Em outras palavras, a poupança interna é melhor do que a poupança externa quando se trata de minimizar os riscos macroeconômicos relacionados? Cavallo, Fernández-Arias e Marzani (2016) ampliaram a análise estatística de Catão e de Milesi-Ferretti para incluir o chamado *estoque de capital autofinanciado* (ou seja, a soma de poupança interna acumulada, devidamente depreciada ao longo do tempo), como uma outra variável explicativa de crises externas nas regressões. O capital autofinanciado fornece uma medida da parcela de investimento doméstico coberta por poupança interna; é o estoque de capital nacional cujo financiamento não provém de poupança externa. Por definição, o estoque de capital autofinanciado é a contrapartida “nacional” da posição de passivos externos líquidos de um país¹⁵. Portanto, introduzir o estoque de capital autofinanciado simultaneamente com os passivos externos líquidos (ambos medidos como porcentagem do PIB) nas regressões, permite avaliar a contribuição relativa de cada um para a acumulação de riscos externos.

Os resultados confirmam que os passivos externos líquidos (que constituem poupança externa acumulada) continuam a ser um indicador significativo de crises externas, enquanto o estoque de capital autofinanciado traz pouco ou nenhum risco¹⁶. Portanto, alterar a composição do financiamento do investimento em favor da poupança interna reduziria o risco de crises externas. De fato, dada a grande diferença nos coeficientes de risco estimados, aumentar a poupança interna diminuiria o risco, mesmo que a poupança externa fosse reduzida apenas marginalmente¹⁷. A poupança interna é, portanto, uma fonte segura de financiamento do investimento.

Nem toda poupança externa é igual

Os economistas referem-se à poupança externa como a entrada *líquida* de capital em um país. Portanto, países com déficits em conta corrente (em que o investimento excede a poupança interna) são importadores líquidos de poupança, enquanto os países com superávits em conta corrente são exportadores líquidos de poupança. No entanto, o fluxo *líquido* em si é uma combinação de dois elementos: as “entradas brutas de capital” da poupança externa na economia declarante, menos as “saídas brutas de capital” da referida economia por parte de poupadores

internos. Essas últimas constituem a poupança interna usada para adquirir ativos estrangeiros. Especificamente, quando um residente adquire um ativo estrangeiro, essa transação — *ceteris paribus* — reduz a poupança externa no país de origem da transação. Se isso não for compensado por uma entrada bruta de capital (ou seja, uma operação financeira na direção oposta), haverá menos financiamento agregado disponível para o investimento doméstico. Que implicações — se houver — essas transações financeiras têm nos dois sentidos para o risco de crise externa? São apenas os passivos externos *líquidos* (a absorção das entradas de capital *líquidas* de saídas de capital) que realmente importam para o risco macroeconômico? Ou, ao contrário, entradas e saídas brutas contribuem de forma diferente para o risco?

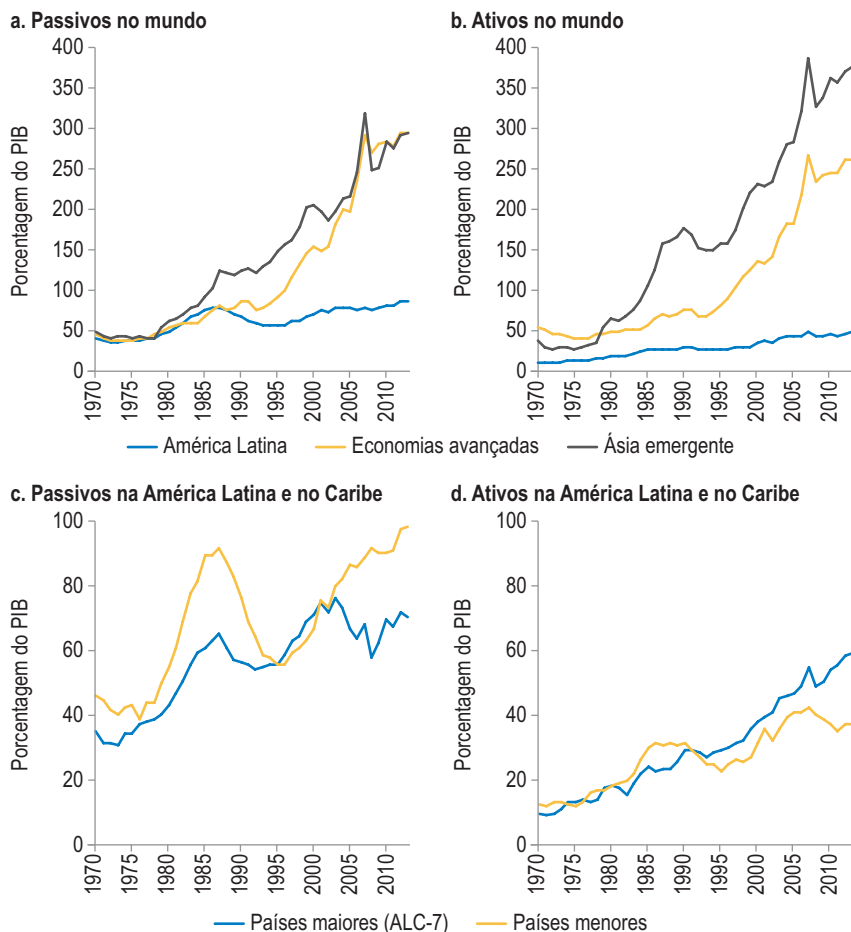
Os argumentos relacionados com a substituibilidade escassa entre fontes de financiamento centram-se na posição mais fraca dos estrangeiros em relação aos nacionais e nas potenciais dificuldades para gerar as divisas que os estrangeiros desejam. Esse argumento exige que se analisem as posições brutas — em vez de líquidas —, estabelecendo-se a diferença entre *passivos brutos* (que resultam do acúmulo de entradas de capital de estrangeiros) e *ativos brutos* (que resultam do acúmulo de saídas de capital de nacionais)¹⁸.

É provável que passivos externos brutos sejam arriscados porque exigem um ágio para sair do país de origem e podem não ser confiáveis (voláteis) como fonte de financiamento. E os ativos externos brutos? Supõe-se que a poupança interna usada para adquirir ativos externos — o que às vezes se denomina fuga de capitais — não tem consequências para o risco, porque esses ativos se situam fora da economia nacional. No entanto, os ativos externos também podem ser uma rede de segurança para os nacionais, se puderem ser usados para estabilizar choques quando o financiamento externo se esgota. Em particular, os residentes podem repatriar ativos externos acumulados para compensar uma interrupção súbita nas entradas brutas de capital¹⁹. Ao mesmo tempo, a fuga de capitais contribuiria para o risco, reduzindo indiretamente o financiamento disponível e criando a necessidade de absorver mais entradas brutas de capital para financiar qualquer investimento doméstico específico. O efeito líquido dependeria de se o efeito protetor de ativos externos mais do que compensa o efeito do risco de passivos externos mais elevados.

Ao longo da última década, tanto as entradas como as saídas brutas aumentaram significativamente. A figura 5.4 acompanha os passivos

Figura 5.4 Ativos e passivos externos brutos no mundo

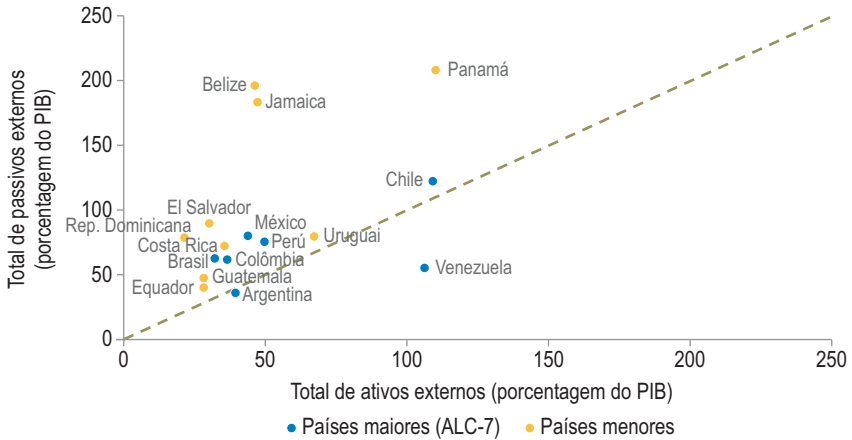
Média simples por grupos de países

Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados de *External Wealth of Nations*.

Nota: A figura mostra a média simples de passivos e ativos externos brutos (como porcentagem do PIB) para grupos de países selecionados. Ver a nota 3 do capítulo 2 e a nota da figura 5.3 para a lista de países em cada grupo de países.

e ativos externos brutos resultantes para o país típico em regiões selecionadas do mundo. Nas economias avançadas e na Ásia emergente, o aumento dos ativos e passivos externos brutos foi notável, chegando a aproximadamente 300% do PIB. Na América Latina e no Caribe a tendência é semelhante, mas bem abaixo dos outros dois grupos de países.

Essas tendências de ativos e passivos brutos mais altos são provavelmente o resultado de uma maior integração financeira, que facilitou

Figura 5.5 Ativos e passivos externos brutos

Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados de *External Wealth of Nations*.

Nota: A figura mostra a média simples do total de ativos e passivos externos (como porcentagem do PIB) para grupos de países selecionados em 2013. Na linha de 45°, os ativos externos totais são iguais aos passivos externos totais, ou seja, os passivos externos líquidos (PEL) são iguais a zero. Os pontos acima da linha de 45° mostram os países com PEL > 0. Os pontos abaixo da linha de 45° mostram os países com PEL < 0.

as transações financeiras através das fronteiras para diversificar carteiras e compartilhar riscos internacionais²⁰. O corolário desse processo é que, em muitos países, inclusive na América Latina e no Caribe, os passivos externos líquidos atualmente são respaldados por ativos e passivos externos brutos mais substanciais (ver figura 5.5).

Para analisar as implicações das posições *brutas* para o risco de crises externas, os efeitos dos passivos e ativos externos foram examinados separadamente usando-se o mesmo modelo empírico da seção anterior (ver Cavallo, Fernández-Arias e Marzani, 2016). Os passivos externos líquidos foram substituídos pelos componentes brutos (ou seja, o total de passivos externos e o total de ativos externos, respectivamente, ambos como proporções do PIB) nas regressões²¹. As outras variáveis explicativas (incluindo o estoque de capital autofinanciado) não foram alteradas. Os resultados confirmam que os passivos externos brutos aumentam a probabilidade de crise. Ao mesmo tempo, os ativos externos parecem *reduzir* o risco de crise, sugerindo que os ativos externos efetivamente servem como seguro, porque podem ser repatriados. Essa última constatação contradiz a visão popular de que o que realmente importa para o risco são os passivos externos brutos, e que as saídas de capital são irrelevantes. Obviamente, pode-se esperar que saídas

de capital mais altas sejam acompanhadas de mais entradas de capital, necessárias para satisfazer a demanda de investimento doméstico, consequência natural de uma melhor integração financeira internacional que permite que entradas e saídas aumentem em conjunto (ver Borio e Disyatat, 2011). Por isso, é importante avaliar *até que ponto* a proteção conferida pelos ativos externos atenua o risco trazido pelos passivos externos. Com base nas estimativas realizadas, um dólar de ativos externos parece mais do que compensar o risco gerado por um dólar de passivos externos²². Assim, a posição líquida dos passivos externos não é suficiente para prever o risco de crises externas. As posições brutas subjacentes também são importantes: uma determinada posição líquida será menos arriscada se estiver respaldada por uma integração financeira mais profunda (isto é, mais ativos e passivos externos brutos).

Finalmente, é importante observar que nas regressões ampliadas, o estoque de capital autofinanciado (ou seja, a poupança interna acumulada) continua a implicar pouco ou nenhum risco. Isso, por sua vez, significa que um aumento da poupança interna para reduzir a dependência de poupança externa para investimento, reduziria o risco macroeconômico. Se a absorção de menos poupança externa assume a forma de menos passivos externos, parte do risco seria eliminada. Se assume a forma de mais ativos externos, parte do risco seria mitigada. De uma forma ou de outra, uma maior poupança interna é essencial para aumentar o investimento com um risco mínimo.

Riscos diferentes para fluxos financeiros diferentes

Diferentes tipos de fluxos financeiros estrangeiros podem representar riscos diferentes para a economia nacional. Se isso ocorre, avaliar o risco macroeconômico a partir de uma análise dos agregados, mesmo que se discrimine entre ativos e passivos externos brutos, pode ser insuficiente. Em particular, os países com os tipos mais arriscados de passivos externos subestimariam o risco macroeconômico do financiamento externo.

Os passivos são muitas vezes diferenciados por características como a distribuição do risco internacional que impõem e seu grau de volatilidade. Uma hierarquia de passivos externos pode considerar que a dívida de curto prazo em moeda estrangeira é o mais arriscado e o investimento estrangeiro direto (IED) o mais seguro²³. O ponto-chave é que os diferentes tipos de fluxos de capital podem afetar a solvência do país de

forma diferente (tanto a capacidade como a disposição para pagar) e a liquidez que o país precisa para a sua estabilidade macroeconômica. Há muito menos pesquisas sobre como diferentes tipos de ativos externos podem ajudar a prevenir crises macroeconômicas ou curar seus efeitos. No entanto, é razoável pensar que a facilidade para repatriar ativos e a eficácia com que estes podem ser canalizados por meio do sistema financeiro para abordar as fontes de estresse financeiro são fundamentais para o seu valor como seguro²⁴.

Distinguir ativos e passivos externos por tipo pode ser relevante tanto para o potencial de risco de passivos externos como para o valor de seguro de ativos externos, porque a composição da carteira varia entre os países. O mesmo modelo empírico das seções anteriores foi usado para estudar o perfil de risco dos países de uma forma mais detalhada. Nesse caso, no entanto, os passivos e ativos externos brutos foram desagregados em seus componentes principais. Para tanto, os passivos externos totais são desagregados em três tipos de estoques: débito, investimento em carteira e IED. No caso dos ativos externos brutos, a desagregação também inclui, além dessa classificação tripla, as reservas cambiais mantidas pelo setor público como uma categoria separada.

Os resultados mostram que o tipo de fluxo financeiro importa. Do lado dos passivos, a constatação é de que o risco de crise externa aumenta à medida que a composição dos passivos externos brutos se inclinam em direção a instrumentos de dívida. A evidência estatística sugere que os instrumentos de capital (tanto em carteira como investimento direto) são de risco relativamente baixo em comparação com a dívida. Em particular, o investimento estrangeiro direto é menos arriscado do que a dívida²⁵. Ainda assim, nas regressões ampliadas, o risco associado ao estoque de capital autofinanciado continua sendo insignificante em comparação com o risco associado aos passivos de dívida externa.

Do lado dos ativos, os ativos externos que podem ser vendidos mais facilmente (ações, reservas internacionais e ativos de dívida) reduzem o risco de crises externas. Em contrapartida, o investimento estrangeiro direto (IED), o menos líquido dos quatro, não tem esse valor de seguro. Mais uma vez, os tipos de ativos que são mais facilmente repatriados têm um valor de seguro. Em particular, as reservas internacionais, que têm como objetivo proteger o equilíbrio externo, parecem, de fato, ser úteis para evitar crises.

Assim, os riscos associados aos passivos externos líquidos variam de acordo com as características financeiras do financiamento internacional — principalmente a relação dívida/ capital dos passivos externos e o grau de liquidez dos ativos externos. Portanto, para avaliar plenamente os riscos do uso de poupança externa para complementar a poupança interna, é preciso levar em conta a composição da carteira de ativos e passivos externos. Dito de outro modo, o que se ganha em termos de estabilidade com o fortalecimento da poupança interna depende de como a carteira de poupança externa líquida encolheria.

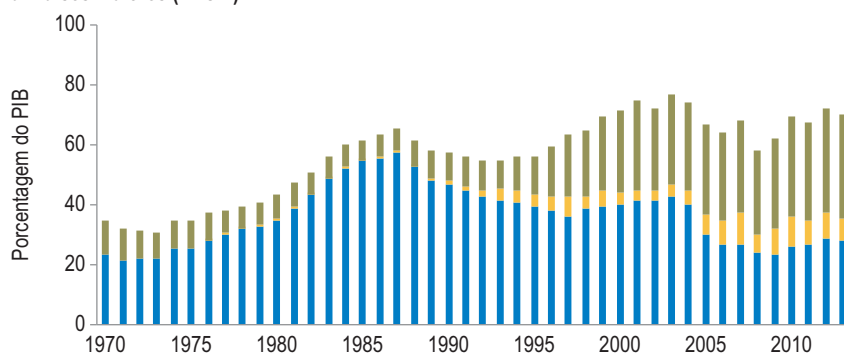
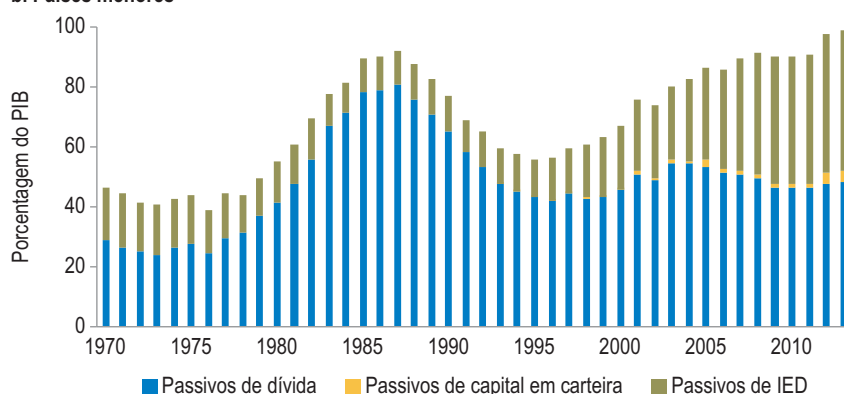
Dadas essas características diferenciais de risco de crise, é tranquilizante ver que a composição de ativos e passivos externos na América Latina e no Caribe vem mudando para melhor desde os anos 1990 (figuras 5.6 e 5.7). A tendência mais notável na região é o aumento da participação dos instrumentos de capital entre os passivos externos, especialmente investimento direto estrangeiro, e o declínio correspondente na participação da dívida. Do lado dos ativos externos, as reservas internacionais aumentaram significativamente em países tanto grandes como pequenos na região, enquanto os ativos de portfolio e de investimento direto também aumentaram consideravelmente nos países maiores.

Cavallo, Fernández-Arias e Marzani (2016) usam o modelo descrito anteriormente para obter um perfil de risco da poupança externa que depende da composição da carteira de ativos e passivos externos no balanço de um país. Seu Índice de Vulnerabilidade Externa (IVE) resume como cada componente da carteira de ativos e passivos externos de cada país contribui para o risco de uma crise externa e é normalizado de forma que valores superiores a 1 indicam que a carteira externa é um fator de risco (aumenta a probabilidade de uma crise externa) e valores inferiores a 1 significam que a carteira é um fator de mitigação de risco (reduz a probabilidade de uma crise externa)²⁶.

Na América Latina e no Caribe, a carteira externa na década de 1980 foi claramente muito arriscada (ver figura 5.8). A partir do final daquela década até meados da década de 1990, o índice diminuiu rapidamente. No entanto, desde então tem aumentado novamente, à medida que os passivos externos líquidos vêm subindo, em média. O EPVI para um país típico da região ainda está acima do nível neutro, o que significa que, em média, a carteira de passivos e ativos externos ainda é um fator de risco para crises externas. Em um forte contraste, na Ásia emergente as carteiras externas dos países ajudam a reduzir os riscos de crises externas.

Figura 5.6 Composição dos passivos externos brutos

Média simples por grupos de países

a. Países maiores (ALC-7)**b. Países menores**

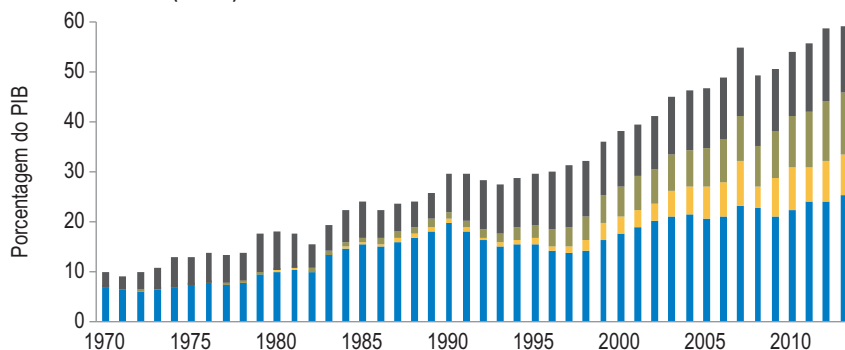
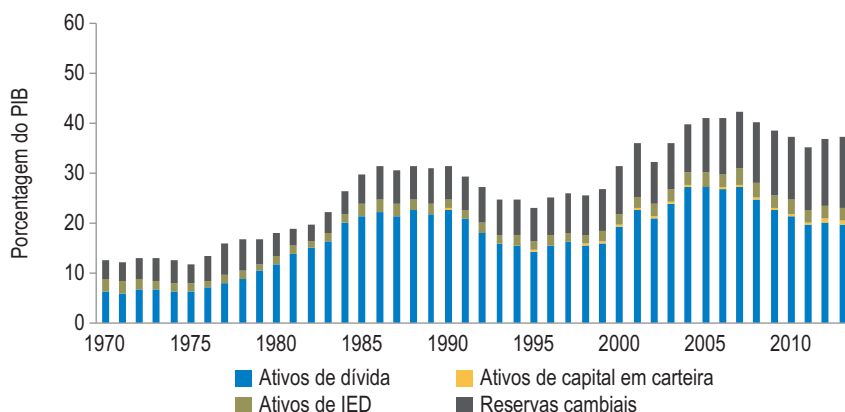
Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados de *External Wealth of Nations*.

Nota: A figura mostra a composição dos passivos externos por instrumento. São apresentadas as médias simples por grupos de países. Os derivativos financeiros, que são pequenos na América Latina e no Caribe, não são mostrados nessa composição. IED = investimento estrangeiro direto. Para os grupos de países, ver a nota da figura 5.3.

O fundamental é que a mudança gradual para ativos e passivos externos mais seguros ajudou a reduzir o risco representado pela carteira externa. No entanto, apesar dessa melhora, o risco associado à carteira externa na América Latina e no Caribe vem aumentando há vários anos e continua alto para os padrões internacionais. Como discutido anteriormente, uma poupança interna mais sólida ajudaria a reduzir o risco (supondo que o investimento aumente menos do que a poupança interna, como a evidência indica), seja pela redução da demanda de passivos externos ou pela facilitação do acúmulo de ativos externos. Portanto, os países em que os passivos são mais arriscados e os ativos

Figura 5.7 Composição dos ativos externos brutos

Média simples por grupos de países

a. Países maiores (ALC-7)**b. Países menores**

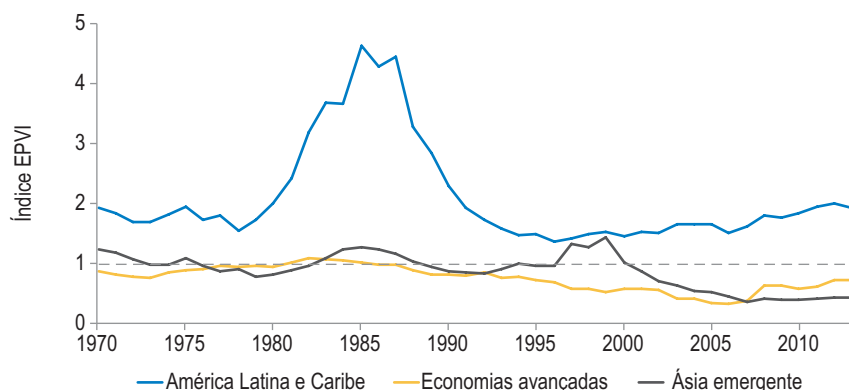
Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados de *External Wealth of Nations*.

Nota: A figura mostra a composição dos ativos externos por instrumento. São apresentadas as médias simples por grupos de países. Os derivativos financeiros, que são pequenos na América Latina e no Caribe, não são mostrados nessa composição. IED = investimento estrangeiro direto. Para os grupos de países, ver a nota da figura 5.3.

são mais seguros seriam os maiores beneficiários de uma poupança interna mais forte. À medida que as carteiras estrangeiras se tornam mais seguras, a eficácia de uma poupança interna mais forte depende crucialmente de se a poupança externa compensatória assume a forma de menos passivos ou de mais ativos externos. Na margem, a redução de risco é maximizada quando a poupança interna adicional é canalizada para fortalecer ativos estrangeiros. Nesse caso, uma composição mais segura da carteira externa reforça os argumentos em favor do aumento da poupança interna como um meio para reduzir o risco.

Figura 5.8 Índice de Vulnerabilidade da Carteira Externa (EPVI)

Média simples por grupos de países



Fonte: Elaboração própria com base em Cavallo, Fernández-Arias e Marzani (2016).

Nota: O Índice de Vulnerabilidade da Carteira Externa (EPVI) é o exponencial da combinação linear dos valores observados das variáveis relacionadas com a carteira externa (ativos e passivos externos brutos) com os coeficientes estimados da regressão probit atuando como coeficientes. Valores de EPVI acima de 1 indicam que a carteira por si só aumenta a probabilidade de uma crise externa. A figura apresenta a média simples por região. Ver a nota 3 do capítulo 2 para a lista de países em cada grupo de países.

A integração financeira não é a cura

Uma melhor integração financeira pode facilitar o fluxo de capital financeiro entre os países. Por conseguinte, pode aliviar o impacto negativo de um déficit de poupança interna e permitir um maior investimento doméstico com um baixo custo de capital²⁷. No entanto, se a integração financeira traz consigo financiamento externo excessivo (particularmente as formas arriscadas), também pode aumentar o risco de crises externas²⁸. Por sua vez, se as crises se tornarem mais frequentes, a integração financeira poderia até mesmo impedir o investimento no futuro. Além disso, contas de capital abertas podem reduzir, em vez de aumentar, o volume de poupança interna disponível para o investimento doméstico. Nos países onde as condições internas não favorecem a poupança interna — tais como ambientes inflacionários ou ambientes institucionais que oferecem pouca proteção aos direitos de propriedade — os poupadores podem optar por colocar suas poupanças no exterior, reduzindo assim o volume de poupança interna para financiar o investimento doméstico. Promover a integração financeira sem fornecer os incentivos corretos aos poupadores locais pode facilitar a fuga de capitais, restringindo ainda mais o investimento doméstico em países com pouco acesso a financiamento externo.

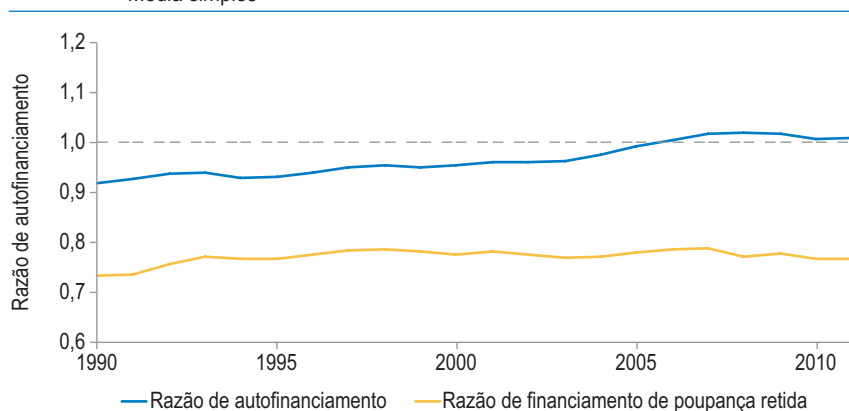
O primeiro sinal de que a América Latina e o Caribe não devem depositar grandes esperanças na integração financeira internacional como uma cura para tudo é a evolução da chamada “razão de autofinanciamento” do estoque de capital nacional, que não parece estar caindo ao longo do tempo (ver figura 5.9). A razão de autofinanciamento é a relação entre o estoque de capital autofinanciado (ou seja, a poupança interna acumulada, devidamente descontada) e o estoque total de capital nacional (ver Aizenman, Pinto e Radziwill, 2007). O outro lado da grande importância da poupança interna como a principal fonte de financiamento de investimentos é a pouca importância da poupança externa na construção de estoque de capital. É verdade que uma parte da poupança interna não financia investimento doméstico, mas sim vaza para o exterior na forma de saídas de capital, ou seja, o volume de investimento financiado a partir do exterior é maior do que sugere a poupança externa (líquida). No entanto, mesmo se todas as saídas de capital forem subtraídas, o que define um limite mais baixo para o financiamento doméstico, a grande importância da poupança interna acumulada não parece diminuir com o tempo (figura 5.9).

Para calcular o possível impacto de uma maior integração financeira no investimento doméstico, Cavallo, Fernández-Arias e Marzani (2016) ampliam a modelagem básica de Feldstein e Horioka (1980) que relaciona o investimento doméstico à poupança interna, para incluir também a forma como essa relação é afetada pela integração financeira²⁹. Os autores concluem que a integração financeira parece beneficiar mais o investimento quando a poupança interna é escassa³⁰. No entanto, com as taxas médias de poupança interna atuais nos países da América Latina e do Caribe (menos de 20% do PIB), o impacto da integração financeira no investimento é praticamente nulo. Além disso, se uma maior integração financeira não estiver combinada com políticas e regulações apropriadas para controlar a exposição ao risco macroeconômico e esses riscos aumentarem, o resultado da equação entre mais investimento e maior risco poderia até mesmo ser negativo.

O avanço constante da integração financeira ao longo dos últimos 20 anos na região, aliado ao aumento igualmente constante do índice de risco macroeconômico mostrado na figura 5.8 é um sinal de alerta. Evidentemente, uma maior integração financeira é benéfica quando bem administrada. Mesmo assim, no entanto, está longe de ser uma cura. O aumento da poupança interna continua sendo a chave para um crescimento mais rápido e sustentável.

Figura 5.9 Razão de autofinanciamento

Média simples



Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados dos Indicadores de Desenvolvimento Mundial do Banco Mundial, com base na metodologia de Aizenman, Pinto e Radziwill (2007), ampliada em Cavallo, Fernández-Arias e Marzani (2016).

Nota: A figura mostra a média simples regional para a razão de autofinanciamento (SFR), e uma versão da SFR em que as saídas brutas são deduzidas da poupança nacional bruta no numerador da fórmula. É assim chamada razão de financiamento por poupança retida.

Segurança em primeiro lugar

É evidente que a poupança interna e externa não são bons substitutos. Se a poupança interna está aquém das necessidades de investimento, na melhor das hipóteses a poupança externa preencherá apenas uma parte da lacuna. Além disso, a entrada de poupança externa tem um preço: pode aumentar a probabilidade de crises externas e os riscos macroeconômicos. Por sua vez, as crises podem desestimular ainda mais o investimento e o crescimento. A poupança interna não. É mais segura e sem amarras. As políticas sólidas que promovem a poupança interna apoiam um crescimento mais rápido e sustentável.

Um aumento da poupança interna reduz a necessidade de importar poupança do exterior. Isso é particularmente importante para a maioria dos países da América Latina e do Caribe, para os quais níveis mais elevados de poupança externa representam um fator de risco de crise, que está novamente em ascensão. Uma acumulação mais lenta de passivos externos reduziria os riscos, particularmente em países com uma composição de passivos mais arriscada. Por sua vez, por mais que uma parte da poupança interna seja levada para o exterior (na forma de saídas de capital), os ativos externos ajudariam a reduzir os riscos de crises

externas, especialmente em países que investem em instrumentos mais seguros.

A segurança é uma virtude, especialmente para uma região que no último meio século tem sido assolada pela volatilidade e por crises macroeconômicas. Essas vicissitudes cobraram seu preço no desenvolvimento e devem ser controladas para que a região possa crescer e prosperar. A poupança interna é segura e favorece a estabilidade, que por sua vez é um fator crítico em um ambiente propício ao desenvolvimento equitativo e sustentável.

Notas

- ¹ Este capítulo se baseia, em grande medida, em Cavallo, Fernández-Arias e Marzani (2016).
- ² Aizenman, Pinto e Radziwill (2007) mostram que a poupança interna acumulada representou cerca de 90% do estoque total de capital nacional nos países emergentes na década de 1990. Estimativas semelhantes em Cavallo, Fernández-Arias e Marzani (2016) confirmam a enorme importância da poupança interna na América Latina: a parcela do estoque de capital que pode ser contabilizada pela poupança interna variou, em média, de 90% a 105% durante as últimas décadas. Essas medidas superestimam a importância da poupança interna, porque nem toda essa poupança se destina ao financiamento do investimento doméstico. No entanto, se as saídas de capital forem totalmente deduzidas da poupança interna para se chegar a um limite inferior do financiamento interno, a parte autofinanciada do estoque de capital continua sendo predominante (em média, entre 70% e 80% nas últimas décadas).
- ³ Mesmo assim, como argumentam de la Torre e Ize (2015), a absorção de poupança externa prejudicaria o crescimento ao reduzir as exportações líquidas, que conforme demonstrado estão associadas a altos níveis de produtividade e crescimento. Nesse caso, uma maior poupança interna apoiaria o crescimento, mesmo sob uma integração financeira perfeita.
- ⁴ O nível de investimento não é só o que importa. Deficiências na poupança interna podem restringir não apenas o nível, mas também a qualidade do investimento doméstico. A poupança que não é eficientemente alocada devido a distorções internas leva ao financiamento de investimentos de baixo retorno, o que se traduziria em uma menor produtividade total agregada dos fatores.
- ⁵ “Poupança nacional” (a parte não consumida da renda nacional) difere de “poupança interna” (a parte não consumida do produto interno bruto). A diferença entre as duas é constituída pelos pagamentos de fatores internacionais. Em termos de contabilidade nacional, a poupança nacional é igual a investimento + déficit em conta corrente (poupança externa). A poupança interna é igual a investimento + balança comercial.
- ⁶ Para um resumo da discussão sobre o papel dos fatores globais em relação aos fatores internos na orientação dos fluxos de capital para os mercados emergentes, ver Calvo, Leiderman e Reinhart (1996).

- ⁷ Por exemplo, na América Latina e no Caribe na década de 1980, o excesso de dívida externa atuou como um imposto implícito sobre o investimento (os frutos do crescimento aumentariam a capacidade dos países para pagar e em seguida seriam capturados pelos credores externos). E mais: também criou uma profunda incerteza em relação a como a carga dos custos finais seria distribuída entre diferentes agentes econômicos (ver Cavallo, Fernández-Arias e Powell, 2014).
- ⁸ Ver Jeanne e Korinek (2010) e Fernández-Arias e Lombardo (1998).
- ⁹ O estudo dos riscos macroeconômicos resultantes da absorção de poupança externa abre uma agenda de políticas no que se refere a como abordar essas externalidades de mercado, incluindo a regulação da taxa de absorção e políticas que discriminam entre tipos de entradas e saídas de capital. A análise dessas implicações de políticas financeiras está fora do escopo deste capítulo.
- ¹⁰ Catão e Milesi-Ferretti (2014) realizam uma análise estatística, usando um modelo de regressão *probit* para dados em painel. No lado esquerdo de suas regressões está a variável de indicador de crise externa (uma variável dicotômica que assume o valor zero se não há crise e 1 quando há crise), enquanto no lado direito (variáveis explicativas) estão os passivos externos líquidos (PEL) como proporção do PIB. O risco de crise aumenta drasticamente quando o PEL excede 50% do PIB, e sempre que a razão PEL/PIB aumenta cerca de 20 pontos percentuais acima da média histórica específica do país. Isso significa que os passivos externos são arriscados e devem ser mantidos sob controle.
- ¹¹ O apoio do FMI é definido como empréstimos do FMI pelo menos duas vezes maiores do que a cota respectiva do país no FMI, quando todos os desembolsos líquidos são calculados, do início ao fim do programa.
- ¹² Em geral, os estudos econômicos sobre o efeito negativo das crises macroeconômicas na produtividade e no crescimento destacam os efeitos adversos da instabilidade macroeconômica de curto prazo e da volatilidade do produto no crescimento de longo prazo. As crises aumentam a incerteza, afastam o investimento, produzem tensões sociais e reduzem permanentemente a produtividade e a produção. Ver, por exemplo, Ramey e Ramey (1995); Cerra e Saxena (2008); e Blyde, Daude e Fernández-Arias (2010).
- ¹³ A amostra é constituída por 71 países (incluindo 42 economias emergentes, das quais 16 são da América Latina e do Caribe) para o período 1970–2011.

- ¹⁴ O agrupamento das crises em torno de datas específicas — um fenômeno documentado por Calvo, Izquierdo e Mejía (2004) em seu trabalho sobre “paradas súbitas” — sugere que a prevalência de crises deve-se, em certa medida, a fatores que estão além do controle das autoridades nacionais.
- ¹⁵ O conceito de estoque de capital autofinanciado é baseado na razão de autofinanciamento introduzida por Aizenman, Pinto e Radziwill (2007). No trabalho preliminar para este livro, a medida foi tomada usando-se três métricas alternativas (ver Cavallo, Fernández-Arias e Marzani, 2016).
- ¹⁶ Como em Catão e Milesi-Ferretti (2014), a amostra é constituída por um máximo de 71 países com dados anuais para o período 1970–2011. Esse exercício é baseado em uma amostra ligeiramente menor, limitada pela disponibilidade de informações necessárias para realizar a análise estatística mais pormenorizada usada neste capítulo. Para a metodologia e uma verificação exaustiva de robustez, ver Cavallo, Fernández-Arias e Marzani (2016).
- ¹⁷ Como discutido nos capítulos 1 e 2, a correlação entre a poupança externa e poupança interna em diferentes países é consistentemente negativa. As regressões de Feldstein-Horioka implicam que, apesar das imperfeições na integração financeira, um aumento da poupança interna causa um deslocamento substancial na poupança externa.
- ¹⁸ Ver Borio e Disyatat (2011) para uma discussão sobre o papel de fluxos de capital brutos v. líquidos e vínculos com o financiamento externo.
- ¹⁹ Ver Cavallo et al. (2015) para uma análise das implicações dos fluxos brutos de capital nos dois sentidos para a estabilidade dos fluxos líquidos.
- ²⁰ Ver Committee on International Economic Policy and Reform (2012).
- ²¹ Os dados sobre ativos e passivos externos brutos provêm da base de dados de *External Wealth of Nations*.
- ²² Testes estatísticos foram realizados para avaliar o alcance da compensação de risco. Em todas as especificações, a hipótese de compensação integral foi rejeitada em favor de uma compensação mais do que integral no nível de confiança de 5%. Para mais detalhes, ver Cavallo, Fernández-Arias e Marzani (2016).
- ²³ Fernández-Arias e Hausmann (2001). Para uma pesquisa recente, ver Levy Yeyati e Zúñiga (2015).
- ²⁴ Ver Cavallo, Fernández-Arias e Marzani (2016) para uma discussão mais completa.

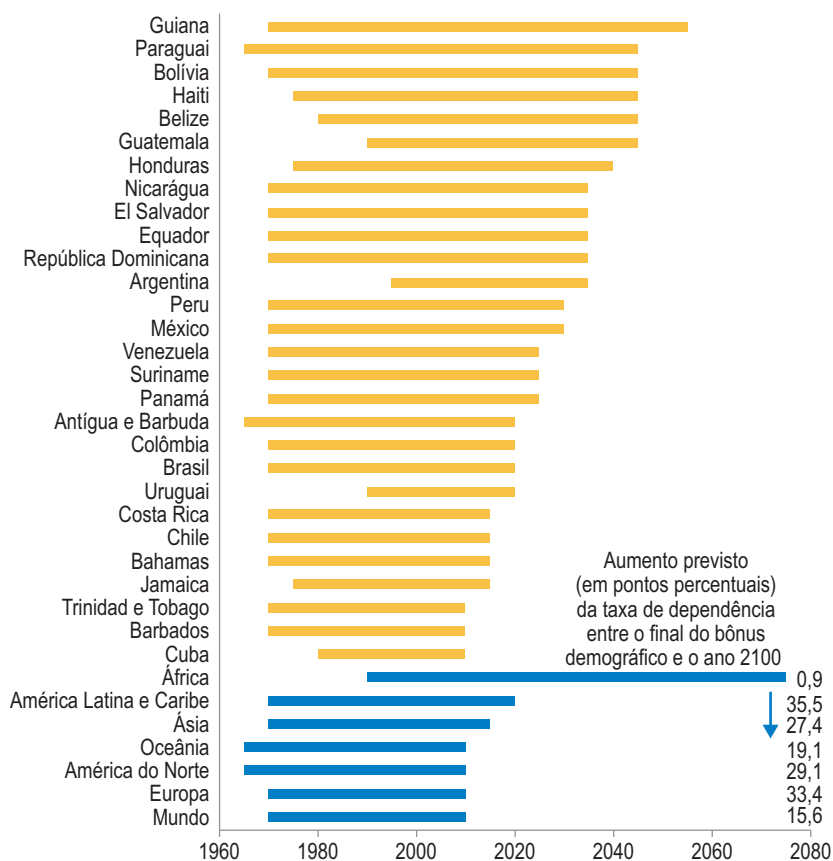
- ²⁵ Hansen e Wagner (2015) confirmam esse resultado e vão além. Mostram que os passivos do IED são uma forma particularmente segura de entradas de capital quando baseados substancialmente nos lucros acumulados das empresas multinacionais. Acontece que os lucros retidos usados para financiar investimento doméstico se comportam como poupança interna, e ambos são componentes do que os autores denominam “poupanças locais”. Do ponto de vista dos riscos financeiros macroeconômicos, é como se essas empresas fossem, em parte, de propriedade de nacionais.
- ²⁶ O EPVI refere-se apenas à contribuição da carteira externa de um país ao risco total. O risco total também depende de outros fatores incluídos no exercício estatístico.
- ²⁷ Naturalmente, a integração financeira pode ter outros benefícios. Por exemplo, menos obstáculos ao financiamento transfronteiriço podem ampliar o espectro de diversificação do risco. Essa discussão se concentra em apenas um dos muitos benefícios da integração financeira: a resposta do investimento.
- ²⁸ Além disso, a integração financeira pode facilitar a fuga de capitais, o que aprofundaria a instabilidade macroeconômica em determinadas circunstâncias.
- ²⁹ A integração financeira é capturada por meio de duas medidas-padrão adotadas na literatura: a) o índice de Chinn-Ito, que mede a abertura financeira *de jure* (isto é, a ausência de restrições formais ao movimento dos fluxos de capital entre países); e b) o índice de Lane e Milesi-Ferretti (2007) da abertura financeira *de facto* (ou seja, a soma de ativos e passivos externos como porcentagem do PIB), que engloba considerações *de jure* em matéria de abertura financeira, bem como condições financeiras mais fáceis na oferta de poupança externa.
- ³⁰ Isso pressupõe que a poupança interna se mantém constante à medida que a integração financeira se aprofunda. Essa suposição de não substituição pode ser otimista, na medida em que a integração financeira gera taxas de juros internas mais baixas.

6 Uma corrida contra o tempo: a demografia da poupança

Quando o assunto é consumo e poupança, há dois grupos de pessoas: aquelas que produzem recursos ativamente no mercado de trabalho e aquelas que dependem do que outros produzem porque são ou muito jovens ou muito velhas para trabalhar. No mundo como um todo, a taxa de dependentes potenciais em relação aos produtores vem diminuindo desde 1965, principalmente porque as quedas nas taxas de fecundidade foram mais rápidas do que o aumento da esperança de vida. No entanto, essa mudança na estrutura etária da sociedade — o assim chamado bônus demográfico — está chegando ao fim (figura 6.1.)¹.

O declínio constante da taxa de dependência em todo o mundo desde 1965 estagnou em 2010 (Nações Unidas, 2015). A partir de agora, os ganhos de ter menos jovens para cuidar serão superados pelo ônus de ter de assistir uma população idosa cada vez maior².

Em nenhum lugar do mundo essas mudanças demográficas serão tão intensas como na América Latina e no Caribe. Durante as últimas cinco décadas, o declínio da taxa de dependência da região foi o mais acentuado do mundo. Em 1965, para cada 100 indivíduos em idade ativa (15 a 65 anos) na região, havia 90 dependentes jovens e idosos; hoje há menos de 50. De certa forma, isso foi um presente. Um número maior de pessoas está contribuindo para a produção, a poupança e o crescimento. No entanto, esse presente é, na realidade, um empréstimo que terá de ser pago nas próximas décadas. À medida que as baixas taxas de fecundidade que desencadearam o bônus demográfico surtirem seus efeitos, os países envelhecerão — e o farão rapidamente. O bônus demográfico deverá terminar em 2020. De 2020 a 2100, o número de dependentes aumentará em 35,5% — novamente o maior aumento de todas as regiões (figura 6.1). Em 2085, a América Latina e o Caribe superarão a Europa

Figura 6.1 Extensão do bônus demográfico

Fonte: Cálculos próprios baseados em Nações Unidas (2015).

Nota: As barras mostram o período em que a taxa de dependência total (população < 15 + população > 65/população 15-64) está caindo.

como a região com a maior proporção de idosos em relação à população ativa (CEPAL, 2014b).

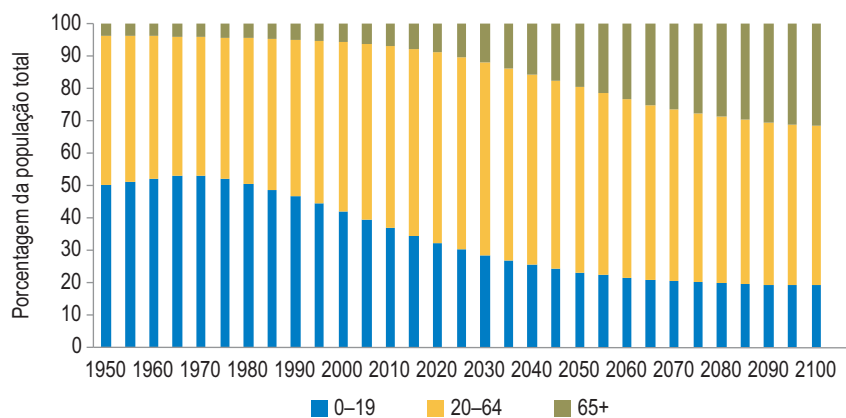
Manter os idosos é uma tarefa enorme que a região não está pronta para assumir. O envelhecimento exercerá mais pressão sobre os recursos já escassos para financiar o desenvolvimento. O futuro de uma sociedade em processo de envelhecimento é um desafio que exige medidas mais cedo do que tarde. No entanto, transmitir a necessidade de uma ação rápida aos formuladores de políticas é difícil, porque a região ainda está desfrutando do bônus demográfico. As tendências demográficas alimentaram uma parte importante do recente desempenho econômico da região³.

Nem todas as notícias são más. Os fatores demográficos ainda continuarão a proporcionar espaço de manobra durante vários anos — em alguns países mais do que em outros. Em países como Belize, Bolívia, Guatemala, Guiana, Haiti e Paraguai, o bônus demográfico durará mais duas a três décadas (figura 6.1). Em países como Bahamas, Barbados, Chile, Costa Rica, Cuba, Jamaica e Trinidad e Tobago, o bônus demográfico acabou. No entanto, mesmo nesses últimos países, as taxas de dependência, embora em ascensão, permanecerão relativamente baixas durante vários anos, de acordo com os padrões históricos (Nações Unidas, 2015). Além disso, a região tem outros bônus inexplorados que podem prolongar o bônus demográfico, pelo menos temporariamente. Um deles é o aumento da participação das mulheres no mercado de trabalho. As taxas de participação feminina ainda são baixas, em comparação com países mais avançados (Morton et al., 2014). O outro consiste em diminuir a alta proporção de jovens que nem participam do mercado de trabalho nem estudam. Cerca de 22% dos jovens da região estavam ociosos em 2013 (Alaimo et al., 2015). Além disso, reduzir a grande proporção da força de trabalho que não atua no setor formal — e, portanto, não paga impostos nem contribui para a previdência — poderia ajudar a impulsionar a poupança e o crescimento (Bosch, Melguizo e Pagés, 2013; Levy, 2008; Hsieh e Klenow, 2014).

Governos, famílias e empresas precisam enfrentar o desafio do envelhecimento da população unindo esforços. Este capítulo argumenta que melhorar a poupança em geral e os sistemas previdenciários em particular, são medidas necessárias para garantir que uma vida mais longa signifique também uma vida melhor.

Mais idosos com mais necessidades

Durante os últimos 40 anos, o perfil etário da população e as taxas de dependência mudaram drasticamente na América Latina e no Caribe. A figura 6.2 mostra como esse perfil evoluiu e como é provável que continue. A mudança na proporção da população com mais de 65 anos de idade é especialmente marcante — de uma porcentagem muito pequena há 50 anos, para uma porcentagem significativa no futuro. Ao mesmo tempo, a fecundidade caiu de 5,9 nascimentos por 1.000 mulheres em 1950–55 para 2,15 em 2010–15, e deverá diminuir ainda mais, para 1,78 em 2045–50. Por volta de 2050, a esperança de vida e as taxas de fecundidade na América Latina e no Caribe convergirão para os níveis dos países mais avançados (Nações Unidas, 2015).

Figura 6.2 Perfil etário na América Latina e no Caribe

Fonte: Cálculos próprios baseados em Nações Unidas (2015).

Não apenas o número de pessoas idosas aumentará, mas o mesmo ocorrerá com a parcela de pessoas muito idosas com maiores necessidades. Embora menos de 2% da população da América Latina e do Caribe tenha mais de 85 anos, até o final do século esse número ultrapassará 8%. A necessidade de cuidados dos idosos acima de 85 anos aumenta significativamente, apesar dos avanços tecnológicos. A porcentagem de adultos que necessitam de ajuda em atividades funcionais da vida diária (AFVD) ou em atividades instrumentais da vida diária (AIVD)⁴ aumenta entre duas e cinco vezes depois dos 80 anos, segundo pesquisas realizadas em cidades latino-americanas em 2002 (tabela 6.1). Outras fontes sugerem o mesmo padrão. Por exemplo, uma pesquisa realizada no Chile em 2009, mostrou que 12,8% dos idosos com idade entre 60 e 64 anos eram dependentes de alguma forma, enquanto essa porcentagem subia para mais de 65% na faixa etária de 85 anos ou mais (SENAMA, 2009). Essa situação é semelhante em países mais avançados com melhores sistemas de saúde. Em países como Itália, Alemanha e Espanha, o aumento no caso de AFVD é de um nível de 10% na faixa de 60 a 64 anos para mais de 30% entre pessoas com mais de 75 anos. No caso de AIVD, a dependência em idades mais avançadas é três vezes maior do que entre 65 e 74 anos, chegando a quase 40% em países como Itália e Espanha. Portanto, mesmo que as condições gerais de saúde na América Latina e no Caribe melhorem, é provável que as taxas de dependência dos muito idosos continuem a aumentar à medida que sobe a esperança de vida. Para agravar o

Tabela 6.1 Idosos com limitações que recebem ajuda em atividades diárias (porcentagem)

	Buenos Aires, Argentina	Bridgetown, Barbados	São Paulo, Brasil	Santiago, Chile	Havana, Cuba	Cidade do México, México	Montevideú, Uruguai
AFVD							
65–80	4,0	4,6	7,7	10,2	6,7	6,4	3,8
80 +	18,8	17,8	21,9	33,8	23,2	24,4	13,8
AIVD							
65–80	11,2	14,7	31,1	23,1	20,7	25,3	9,9
80 +	29,1	36,8	59,6	55,1	50,7	51,8	35,4

Fonte: Cálculos próprios baseados na Pesquisa de Saúde, Bem-Estar e Envelhecimento (CDE et al., 2002).

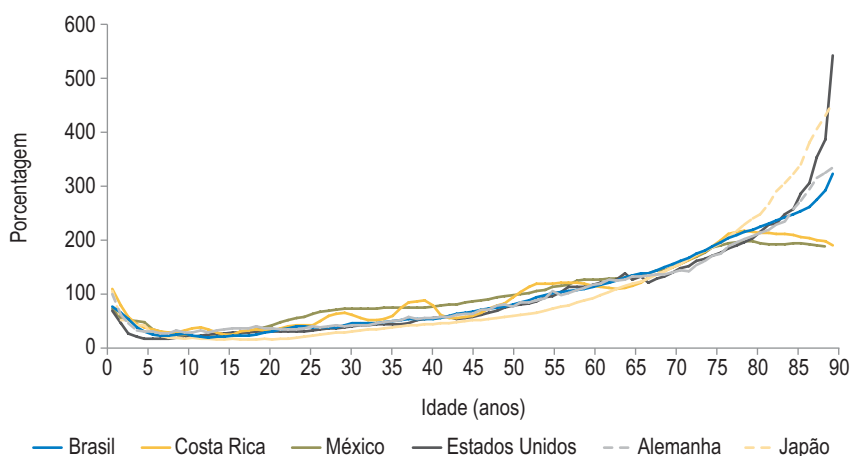
Nota: AFVD = atividades funcionais da vida diária; AIVD = atividades instrumentais da vida diária.

problema, conforme as sociedades envelhecem, mais pessoas necessitam de cuidados, mas menos cuidadores estão disponíveis, devido à queda da fecundidade (OMS, 2015).

Em um mundo onde há mais pessoas tanto idosas como dependentes, dois desafios principais agigantam-se para as gerações futuras: garantir cuidados de saúde e renda suficiente (pensões) aos idosos. Combinados, esses desafios poderiam revelar-se onerosos.

Cuidar de idosos é substancialmente mais caro do que cuidar de jovens. Evidências tanto dos estados membros da OCDE como de países da América Latina e do Caribe mostram que uma parcela substancial das despesas médicas das pessoas ocorre na última década de vida, e que a porcentagem de pessoas nessa fase aumenta à medida que a população envelhece. Os gastos per capita com saúde são entre quatro e 10 vezes mais altos para uma pessoa de 80 anos do que para uma de três anos (ver figura 6.3).

A mudança na composição da população aumentará substancialmente os custos de atenção à saúde. Atualmente, os idosos consomem 17% do gasto total em saúde na América Latina e no Caribe (embora representem menos de 8% da população): essa proporção deverá aumentar para mais de 50% em 2070 (Nações Unidas, 2015). Hoje, as famílias financiam grande parte das necessidades de saúde dos idosos, mas à medida que o tamanho das famílias encolher, ficará mais difícil arcar com custos mais elevados. Assim, os países terão de encontrar recursos para financiar serviços curativos e paliativos. Os serviços

Figura 6.3 Consumo público e privado de saúde ao longo da vida

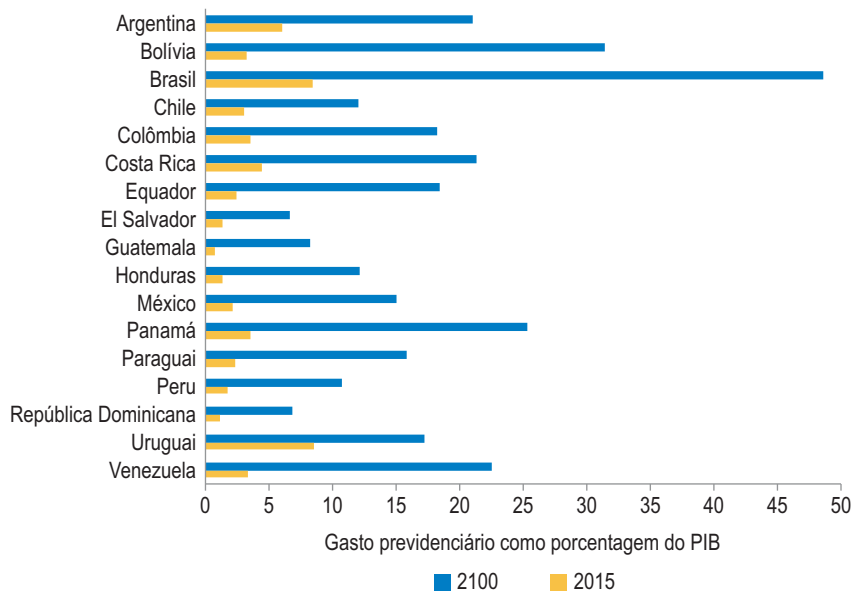
Fonte: Cálculos próprios a partir de National Transfer Accounts Database, <http://www.ntaccounts.org>.
 Nota: Consumo per capita de serviços de saúde como porcentagem do consumo médio em serviços de saúde ao longo da vida.

preventivos são uma outra maneira de controlar os custos e melhorar a saúde dos idosos. O papel das doenças crônicas nesses custos de atenção à saúde, bem como a prevalência dessas condições na velhice, tem sido bem documentado. Os gastos futuros em saúde resultantes da mudança na estrutura etária dependerá das medidas tomadas para evitar o impacto de doenças crônicas (ver Saad, 2011).

O outro grande desafio para a América Latina e o Caribe será como financiar as aposentadorias, sobretudo porque, a despeito de populações relativamente jovens, os governos já estão gastando substancialmente mais com os idosos do que com os jovens. De fato, o gasto total em educação no Brasil e no Uruguai representou 5,3% e 3,8% do PIB em 2009, respectivamente, e o gasto total em seguridade social e previdência atingiu 13,8% e 11,7% no mesmo ano para esses dois países. Em termos per capita, os benefícios públicos atuais para os jovens são significativamente mais baixos do que para os idosos. Por exemplo, em 2015 o gasto público médio da região em seguridade social e previdência por pessoa com mais de 65 anos equivalia a mais de cinco vezes o nível do gasto em educação por criança com menos de 20 anos (CEPAL, 2015a).

O envelhecimento da população também agravará o desafio do financiamento da previdência. Uma maneira de quantificar a magnitude desse desafio é calcular qual seria o nível futuro do gasto em previdência, tendo em conta as mudanças demográficas previstas. Se até 2100

Figura 6.4 Gasto previdenciário atual e futuro



Fonte: Cálculos próprios com base em CEPAL (2015b) e CELADE (2015).

Nota: O gasto previdenciário em 2015 é calculado multiplicando-se a aposentadoria média pela porcentagem de beneficiários, de acordo com as pesquisas domiciliares (ver capítulo 7 para detalhes). O gasto previdenciário em 2100 é calculado mantendo-se constante o gasto per capita (como porcentagem do PIB) nos níveis de 2015, multiplicado pelo fator de aumento do número de pessoas acima de 65 anos entre 2015 e 2100.

a região continuar gastando o mesmo que gasta hoje por pessoa acima de 65 anos (como porcentagem do PIB) em aposentadorias, o gasto total teria de aumentar, em média, cinco vezes. Alguns países, incluindo Argentina, Bolívia, Brasil, Panamá e Venezuela, poderão ter de gastar mais de 20% do PIB em aposentadorias (figura 6.4). É provável que um valor tão alto desloque outros gastos. Se nada for feito, a região poderá acabar gastando menos em outros investimentos que aumentam a produtividade, exatamente quando o aumento da produtividade seria fundamental para o crescimento da região em face do envelhecimento populacional.

Os países precisam entender que mais recursos serão inevitavelmente necessários para fazer frente às necessidades de uma população em processo de envelhecimento. Quanto será necessário no futuro depende, em grande parte, do pacote de benefícios prometidos aos idosos e de quando essas pessoas começariam a receber essas transferências. Os países mais desenvolvidos, que estão em um estágio mais

avançado da transição demográfica, deveriam servir de referência para que a região se prepare adequadamente para o desafio imposto pelo envelhecimento. Proporcionar as condições adequadas para que os idosos decidam até que idade trabalhar, é um componente importante das políticas para idosos. A previdência social é um elemento crítico nessa equação (capítulo 7).

Enfrentar o desafio: mais e melhor poupança

Para atender às necessidades dos idosos, os países podem adotar essencialmente duas estratégias. Uma é “prometer” aos idosos que a sociedade cuidará deles (em troca de contribuições feitas durante os anos de trabalho, como parte de arranjos familiares, ou como um direito do cidadão). A outra é reservar recursos (ou seja, poupança), quando os países são jovens, e usá-los à medida que envelhecerem⁵. Em termos gerais, os arranjos previdenciários seguem essas duas estratégias (ver quadro 6.1). É importante entender que o envelhecimento imporá grandes desafios a ambas as estratégias.

QUADRO 6.1. SISTEMAS PREVIDENCIÁRIOS: DEFINIÇÃO DE CONCEITOS

Tipos de sistemas previdenciários

Sistemas de benefícios definidos (BD). O nível da aposentadoria é determinado por uma regra baseada no número de contribuições e no salário do empregado nos últimos anos de trabalho. A regra de benefícios pode ser definida de acordo com o pagamento do salário final ou um período mais longo (como os últimos 5 ou 10 anos de contribuição). Essa regra geralmente não é justa em termos atuariais, além de implicar subsídios intra ou intergeracionais. Esse tipo de sistema pode ser financiado ou não; em geral, é parcialmente financiado.

Sistema de contribuição definida (CD). A aposentadoria é determinada pelo valor dos ativos acumulados por um indivíduo durante sua vida de trabalho. Os benefícios podem ser retirados de uma só vez, mediante saques programados, ou usados para adquirir uma pensão vitalícia, que garantiria uma renda mensal durante o restante da vida do indivíduo. A fórmula é justa em termos atuariais. Não há subsídios intra ou intergeracionais, a menos que haja uma aposentadoria mínima garantida. Esses sistemas em geral são financiados, mas não necessariamente. Quando o sistema não é financiado, é denominado sistema nacional de contribuição definida.

(continua na página seguinte)

QUADRO 6.1. (continuação)

Previdência não contributiva (PNC) ou pensões sociais (PS). Os benefícios previdenciários não provêm de qualquer tipo de contribuição feita pelo indivíduo. Podem ser concedidos universalmente, como na Bolívia, ou usados como um mecanismo de prevenção da pobreza. Esse sistema também pode ser financiado, parcialmente financiado, ou não financiado.

Financiamento

Integralmente financiado. Os benefícios são pagos pelos ativos acumulados por meio do plano de aposentadoria. Portanto, os passivos dos fundos de pensão correspondem integralmente aos ativos.

Parcialmente financiado. Os benefícios são pagos tanto a partir dos ativos acumulados como das contribuições correntes dos trabalhadores ou impostos gerais arrecadados pelo Estado. Portanto, os passivos correspondem parcialmente aos ativos.

Não financiado. Os benefícios são pagos a partir das contribuições correntes ou dos impostos gerais arrecadados pelo Estado. Esses sistemas são normalmente denominados sistemas de repartição.

Embora, em teoria, a combinação de sistemas e mecanismos de financiamento possa variar (ver Barr e Diamond, 2006), os sistemas de benefícios definidos da região ou não são financiados ou são parcialmente financiados. Essa situação requer uma transferência dos ativos dos trabalhadores entre gerações — de pessoas em idade ativa que fazem contribuições para idosos que contribuíram no passado e agora estão recebendo aposentadoria. Os riscos fiscais desses sistemas serão maiores à medida que a pressão demográfica aumentar. A previdência não contributiva (PNC) é um exemplo extremo de um sistema de benefícios definidos em que ninguém contribui diretamente; em vez disso, deve ser financiado por meio de receitas gerais ou reservas, ou uma combinação de ambas.

Os sistemas de contribuição definida (CD) geralmente são integralmente financiados. Portanto, a previdência de cada geração é financiada pelas suas próprias poupanças.

Cumprir as promessas

Prometer uma aposentadoria no futuro em troca de contribuições hoje é como funciona a maioria dos sistemas previdenciários do mundo. A maior parte dos sistemas previdenciários obrigatórios tem pelo menos um componente que é um sistema de benefícios definidos (sistema de repartição ou *PAYG/DB*, na sigla em inglês), seja não financiado ou

geralmente financiado apenas parcialmente. Nesses sistemas, as contribuições dos trabalhadores atuais pagam as aposentadorias prometidas no passado a outros trabalhadores (ver quadro 6.1).

Cumprir essa promessa em períodos de rápidas mudanças demográficas é um desafio. À medida que a proporção de idosos aumenta, aumenta também — e ainda mais — a necessidade de recursos oriundos do contingente cada vez menor de população ativa, na forma de contribuições previdenciárias, impostos ou transferências intrafamiliares. O tipo de promessa que um país pode se dar o luxo de fazer depende em grande parte das tendências demográficas (ver quadro 6.2). Conforme essas tendências mudam, também mudam as taxas implícitas de retorno que o sistema de repartição pode oferecer de maneira sustentável, dado um determinado nível de contribuições e uma determinada idade de aposentadoria.

Para a maioria dos países da América Latina e do Caribe com sistemas de repartição, os benefícios prometidos são significativamente superiores ao que esses países podem pagar. Em média, em 2015, dadas as atuais taxas de contribuição, a idade de aposentadoria, as regras do sistema e os fatores demográficos, os valores de aposentadorias que poderiam ser financiados correspondiam a cerca de 37% do último salário do trabalhador (a variação entre os países é substancial). Por outro lado, o sistema de repartição médio prometia valores equivalentes a 67% do último salário do trabalhador. A transição demográfica dificultará ainda mais o cumprimento dessa promessa. Até 2100, as aposentadorias que poderiam ser financiadas por contribuintes futuros equivalerão a apenas 15% do salário final para o mesmo conjunto de parâmetros (ver quadro 6.2).

Além da alta carga fiscal, esses benefícios prometidos provavelmente serão pagos a uma parcela relativamente pequena de futuros aposentados. Isso porque a cobertura previdenciária é muito baixa na região. A tensão entre aumentar a cobertura e manter um sistema sustentável será um desafio crucial para o cumprimento de promessas feitas no passado. Aumentar a cobertura sem aumentar as contribuições (por exemplo, por meio de previdência não contributiva) pode dificultar a sustentabilidade do sistema em alguns países. Por outro lado, a baixa cobertura direciona os benefícios para pessoas de renda relativamente alta (que tendem a ser as que estão cobertas), resultando em enorme desigualdade.

As famílias enfrentam desafios semelhantes. A forma como as famílias cuidam de familiares idosos se assemelha a um sistema de repartição.

QUADRO 6.2. FINANCIAMENTO PARA ENFRENTAR AS MUDANÇAS DEMOGRÁFICAS

A demografia alterará o valor que os cidadãos podem esperar de suas contribuições previdenciárias, para que os sistemas sejam sustentáveis. Esse cálculo não é fácil e depende da evolução desconhecida de muitas variáveis durante longos períodos de tempo. No entanto, entender o equilíbrio entre o que os países prometem aos seus idosos e o que pedem na forma de contribuições e idade de aposentadoria é fundamental para uma estratégia adequada que permita enfrentar as mudanças demográficas.

As forças demográficas têm um impacto diferente dependendo do tipo de sistema previdenciário. Nos sistemas de repartição, a taxa de retorno esperada para o financiamento previdenciário é a taxa de crescimento total dos salários tributáveis (Samuelson, 1958; Aaron, 1966). Essa é a taxa à qual os salários aumentam, multiplicada pelo aumento do tamanho da base de contribuintes. Assim, à medida que a base de contribuição diminui, também diminui a aposentadoria média que pode ser paga sem depender de outras fontes de financiamento.

Sistemas de capitalização integralmente financiados também serão afetados pelas mudanças demográficas. Como mostram Attanasio et al. (2015), num mundo em processo de envelhecimento, as taxas de juros serão mais baixas, reduzindo os retornos da poupança previdenciária. Além disso, se a idade de aposentadoria permanecer constante à medida que a longevidade aumentar, essa poupança gerará pensões mais baixas.

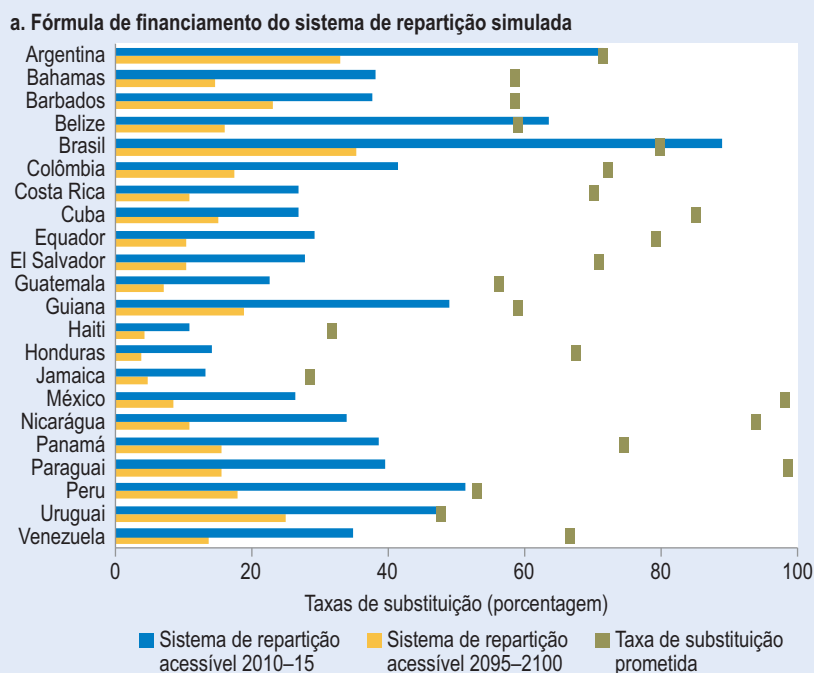
Este quadro calcula a aposentadoria com base no último salário (taxa de substituição) que o trabalhador médio deve esperar em: (i) um sistema de repartição sustentável; e (ii) um sistema integralmente financiado, e os compara com o que os países estão realmente prometendo (figuras B6.1 e B6.2). Há três mensagens principais:

1. Os países estão fazendo promessas irrealistas

Na maioria dos países latino-americanos e caribenhos que têm um regime previdenciário de repartição/benefício definido, os benefícios prometidos são significativamente mais altos do que esses países podem pagar de forma sustentável. Isso significa que, para cumprir essas promessas, os países provavelmente terão que obter recursos de outras fontes fora do sistema previdenciário, e surgirão *trade-offs* entre necessidades de desenvolvimento concorrentes.

A discrepância entre as promessas e o que pode ser custeado ocorre porque os benefícios são generosos no que se refere à taxa de contribuição (que é calculada como uma porcentagem do salário de um trabalhador) e à idade de aposentadoria no país. Por exemplo, em Honduras, cuja taxa de contribuição é de apenas 3% do salário, os aposentados têm direito a uma aposentadoria que poderia ser entre 65% e 70% do último salário (embora com um teto previdenciário relativamente baixo). Na Jamaica e no Haiti, que

(continua na página seguinte)

QUADRO 6.2. (continuação)
Figura B6.1 Taxas de substituição prometidas e acessíveis em sistemas de repartição/benefícios definidos e sistemas de capitalização para aposentados em 2010–15 e 2095–2100


também têm taxas de contribuição de 3%, os aposentados podem receber benefícios na faixa de 30% do seu salário final. Embora essa porcentagem seja significativamente mais baixa, ainda é muito generosa em vista do nível das contribuições pagas. Para o regime de repartição em países como Belize, México, Costa Rica, Venezuela e Equador, com contribuições entre 6% e 8,7% do salário, as taxas de substituição prometidas são superiores a 60% do salário final. No México, para uma taxa de contribuição de 6,3% do salário, alguns beneficiários têm direito a uma aposentadoria próxima a 100% do seu salário final^a. Nicarágua e Paraguai, que têm taxas de contribuição um pouco mais altas, se comprometeram com pensões próximas ao nível do salário final do trabalhador. Mas, como mostrado no painel a, isso ainda pode ser inviável em vista das taxas de contribuição existentes (11% e 13%, respectivamente) e a idade atual de aposentadoria (60 anos) nesses países.

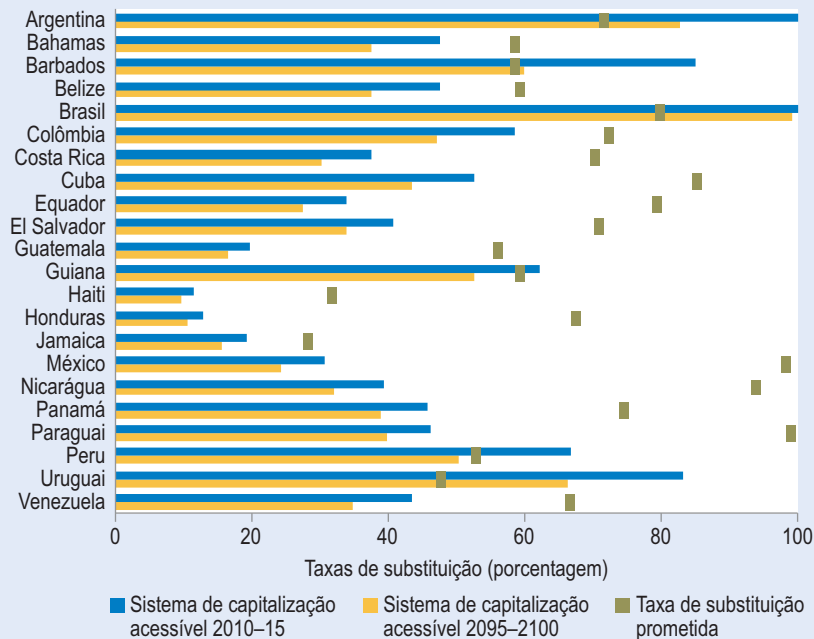
O problema da falta de viabilidade fica mais grave à medida que a população envelhece. Simulações mostram que em todos os casos, as taxas de substituição acessíveis durante o período 2095–2100 estão significativamente

(continua na página seguinte)

QUADRO 6.2. (continuação)

Figura B6.1 Taxas de substituição prometidas e acessíveis em sistemas de repartição/benefícios definidos e sistemas de capitalização para aposentados em 2010–15 e 2095–2100 (continuação)

b. Fórmula de financiamento do sistema de capitalização simulada, supondo um retorno real de 3,5%



Fonte: Cálculos próprios baseados em parâmetros do desenho do sistema e hipóteses próprias.

abaixo das taxas de substituição acessíveis no presente. Para que os benefícios prometidos sejam exequíveis, seriam necessários enormes aumentos nas taxas de contribuição (ou as idades de aposentadoria deveriam aumentar substancialmente). Por exemplo, na Nicarágua e no Paraguai, onde a taxa de contribuição atual é de 11% e 13%, respectivamente, e os benefícios prometidos são superiores a 90% do salário final aos 60 anos, as contribuições precisariam ser de cerca de 25% em 2010–15 e subir para mais de 70% em 2100, para que os benefícios possam ser pagos sem gerar um déficit atuarial.

2. Aumentar a poupança nos sistemas pode ajudar, mas as aposentadorias provavelmente continuarão sendo mais baixas do que o prometido

Suponha-se, agora, que o sistema tenha sido integralmente financiado, ou seja, que o mesmo trabalhador tenha acumulado contribuições em uma conta individual e tenha recebido a mesma pensão prometida ao aposentar-se. Evi-

(continua na página seguinte)

QUADRO 6.2. (continuação)

dentemente, a viabilidade da aposentadoria prometida (supondo-se o mesmo valor que no exemplo anterior) agora dependerá dos retornos sobre os ativos acumulados. Para avaliar o nível das taxas de substituição viáveis, o exercício pressupõe uma taxa real de retorno constante de 3,5% sobre os ativos acumulados. O painel b da figura B6.1 ilustra as taxas de substituição acessíveis na atualidade e em 2095–2100, tendo em conta a forma como as alterações demográficas impactam os benefícios exequíveis em sistemas integralmente financiados.

No geral, como mostra o painel b, em comparação com o sistema de repartição, nos regimes de capitalização o nível de benefícios viáveis geralmente é maior, e o impacto do envelhecimento geralmente é menor (supondo-se um retorno de 3,5%). Portanto, passar de um sistema de repartição para um de capitalização poderia contribuir para aumentar a poupança e também a capacidade dos países para financiar benefícios adequados para os futuros aposentados, a taxas de juros relativamente baixas. No entanto, talvez seja necessário reduzir ainda mais as pensões em relação aos benefícios atualmente prometidos em alguns países, e/ou mudar alguns parâmetros dos sistemas.

Talvez esses exercícios superestimem os benefícios do financiamento, uma vez que podem não levar em conta o impacto indireto do declínio dos retornos reais sobre a poupança à medida que a população envelhece. Nas simulações de Attanasio et al. (2015), a taxa de juros mundial cai de 4% em 2010 para 1,5% em 2100. Se esse fosse o caso, aumentar o financiamento traria menos benefício. Por outro lado, se a poupança for bem investida e, assim, gerar um maior aumento da produtividade, os benefícios de aumentar a poupança para financiar a previdência seriam maiores.

3. Alguns países se beneficiarão mais do financiamento do que outros

Em relação à viabilidade atual, o painel b mostra que, para alguns países com populações relativamente jovens, entre eles Belize e Guatemala, as taxas de substituição viáveis em regimes de capitalização são mais baixas do que em regimes de repartição. Em outros países — por exemplo, Bahamas, Equador, Haiti, México, Nicarágua, Panamá, Paraguai e Venezuela — o financiamento contribui para aumentar a viabilidade, mas em menos de 20% em relação à viabilidade do regime de repartição não financiado. Finalmente, em países com uma transição demográfica mais avançada, como Argentina, Brasil e Uruguai, os benefícios do financiamento em termos de aumento da viabilidade são muito grandes em relação aos regimes de repartição. No entanto, é importante considerar que o financiamento implica custos de transição importantes, uma vez que os direitos concedidos aos trabalhadores aposentados devem ser preservados.

^a Esse sistema foi substituído por um sistema de capitalização e, portanto, esse nível extremamente alto de benefícios é transitório.

Os jovens cuidam dos idosos com seus próprios recursos, não em troca de pagamentos anteriores, mas por altruísmo familiar. Esse arranjo também será colocado à prova no futuro. Famílias menores terão mais dificuldade para cuidar de um maior número de idosos.

Poupar para o futuro

Poupar para o futuro é uma forma razoável de se preparar para a mudança demográfica, mas não sem problemas. Reservar recursos, investi-los e usá-los quando necessário é uma boa estratégia do ponto de vista individual. Intuitivamente, quanto mais os países pouparem, menos precisarão de transferências atuais da geração que trabalha. No entanto, o que pode parecer ideal do ponto de vista do indivíduo, pode não ser ideal no contexto do envelhecimento global. De fato, se uma grande proporção da população poupa durante seus anos ativos e depois vende esses ativos para a próxima geração (que será composta por menos pessoas devido à transição demográfica), os preços desses ativos cairão e, portanto, a capacidade dessa nova geração para financiar seu próprio futuro estará em risco. Uma das principais conclusões da pesquisa de Attanasio et al. (2015) é que os retornos futuros da poupança (isto é, as taxas de juros) em um mundo em processo de envelhecimento serão menores. De fato, uma situação em que há “excesso de poupança” pode levar a um nível ineficientemente alto de capital (Diamond, 1965). No entanto, isso não é, definitivamente, o que ocorre atualmente na América Latina e no Caribe, onde mais poupança é necessária para financiar o investimento produtivo (ver capítulo 4). Mesmo que as taxas de juros caiam no futuro, à medida que a população envelhece, é provável que a capacidade de pagar melhores aposentadorias aumente nos países com maiores acúmulos de poupança (ver quadro 6.2).

Um ponto crucial a ser entendido é que não há uma forma única de poupar para o futuro. Os países que optaram pelos sistemas previdenciários de repartição podem e devem poupar reformando os parâmetros desses sistemas (ou seja, a idade de aposentadoria, os valores de contribuição e as taxas de reposição salarial) que ameaçam a sua sustentabilidade. Reservar recursos, quer públicos ou privados, enquanto a demografia ainda o permitir, para financiar previdência futura em preparação para a transição demográfica é uma outra forma de poupança.

A transição de um sistema previdenciário de repartição para um sistema de capitalização com contribuição definida é mais uma forma

de aumentar a poupança. Esse foi o caminho seguido por muitos países na década de 1990. No entanto, essa não é uma solução mágica. É preciso ter em conta os custos de transição para o cumprimento das obrigações de promessas feitas no passado. Como discutido no capítulo 7, esses custos de transição têm sido muito altos para vários países⁶. Além disso, as contribuições obrigatórias para contas individuais podem não aumentar necessariamente a poupança privada, se deslocarem poupança de veículos não previdenciários (Attanasio e Rohwedder, 2003; Attanasio e Brugiavini, 2003). Em geral, as evidências mostram que, para os países que passaram de um sistema de repartição para um sistema de capitalização, os recursos canalizados para contas individuais não foram totalmente compensados por uma diminuição da poupança não previdenciária e, portanto, a poupança privada aumentou (ver em Bebczuk [2015a] uma pesquisa recente da literatura sobre o tema e novos resultados). Mesmo assim, o financiamento (poupança) acarreta outros problemas relacionados com o compartilhamento de riscos e a adequação previdenciária que estão presentes em sistemas de capitalização. Essas questões são abordadas mais detalhadamente no capítulo 7.

Mais — e melhor — poupança para impulsionar o crescimento

A região não apenas precisa de mais poupança, mas também de melhor poupança. Estar preparado para o futuro implica tanto um aumento da poupança, o que aliviará o ônus para gerações futuras, como uma melhoria da eficiência com que essa poupança é usada, o que impulsionará a produtividade e, portanto, os retornos dessa poupança (ver capítulo 10). A poupança pode ajudar a sociedade e os indivíduos a se preparar para o futuro de pelo menos duas maneiras. Em primeiro lugar, a poupança que é canalizada para investimentos produtivos com retornos mais elevados pode ajudar a superar a transição demográfica. É evidente que isso requer mercados financeiros que funcionem bem para intermediar a poupança (ver capítulo 11). Em segundo lugar, se a poupança gerar um maior crescimento da produtividade agregada, servirá de apoio para qualquer estratégia que um país tiver escolhido para cuidar dos idosos. Por exemplo, se o desenho previdenciário implica benefícios baseados em promessas intergeracionais (como os sistemas de repartição), uma maior produtividade que gere uma maior produção pode ajudar a cumprir essas promessas, mesmo à medida que a proporção de dependentes

aumentar com o envelhecimento da população⁷. Se, ao contrário, a previdência for respaldada por ativos acumulados (como nos sistemas de capitalização), uma coorte menor de trabalhadores com salários mais altos pode sustentar a demanda de ativos e mitigar uma queda das taxas de retorno. Qualquer política que promova o aumento da produtividade pode, portanto, ajudar a aliviar os efeitos adversos de uma sociedade em processo de envelhecimento (ver quadro 6.3).

QUADRO 6.3. A PRODUTIVIDADE EM UM MUNDO QUE ESTÁ ENVELHECENDO

Prever o que acontecerá com a taxa de poupança à medida que as sociedades envelhecerem é um exercício complexo. Há várias forças em jogo. O impacto mais direto das mudanças demográficas nas taxas globais de poupança ocorre por meio da estrutura etária da população. Simplificando, a população em idade ativa está poupando, enquanto os idosos estão consumindo. Quando o equilíbrio se desloca na direção de uma sociedade em processo de envelhecimento, a poupança agregada diminui; esse seria o impacto direto de primeira ordem.

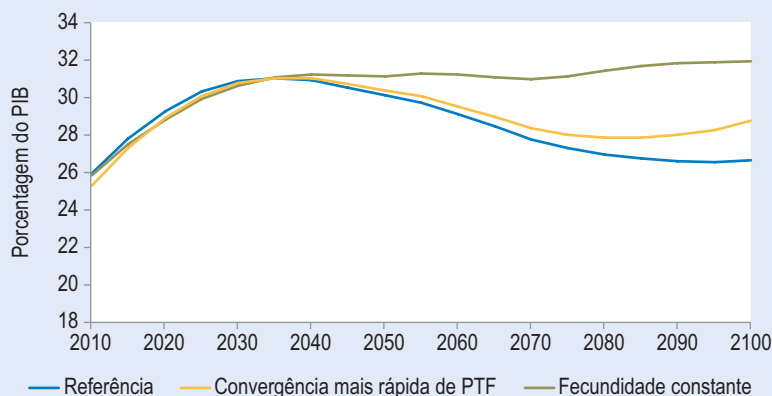
No entanto, como a transição demográfica continua, outras forças entram em jogo. Famílias menores significam menos dependentes para cuidar, o que libera recursos para a poupança. Além disso, à medida que a expectativa de vida aumenta, os indivíduos racionais pouparão mais, uma vez que preveem períodos de aposentadoria mais longos.

Portanto, as respostas individuais a mudanças no tamanho da família e na esperança de vida (El Mekkaoui de Freitas e Oliveira Martins, 2014) poderiam compensar total ou parcialmente o efeito da mudança na estrutura etária da população (Heller, 1989).

Attanasio et al. (2015) constroem e simulam um modelo para entender o impacto quantitativo dessas forças, em um contexto em que as tendências demográficas em todo o mundo não estão sincronizadas e o capital pode fluir entre as regiões. Em um cenário de referência de uma economia aberta, a taxa de poupança da América Latina e do Caribe deveria aumentar nas próximas duas décadas. O efeito de ter mais consumidores do que poupadores seria compensado por um aumento da poupança associado a famílias menores e a maiores incentivos para poupar para a aposentadoria conforme a esperança de vida aumenta. Depois, a poupança na América Latina e no Caribe cairia gradualmente à medida que a longevidade se estabiliza e o efeito de primeira ordem começa a prevalecer.

Modelos como esse ajudam a explicar como as diferentes forças interagem no processo de transição demográfica e afetam a poupança. Por exemplo, em um exercício que isola o impacto da fecundidade, o modelo mostra que a força motriz para a diminuição da poupança futura, no cenário de referência, é

(continua na página seguinte)

QUADRO 6.3. (continuação)**Figura B6.2** Taxas de poupança em uma economia aberta

Fonte: Cálculos próprios com base em Attanasio et al. (2015).

a queda da fecundidade. De fato, supondo-se que a fecundidade permaneça constante em vez de diminuir, em 2100 as taxas de poupança deveriam ser 6 pontos percentuais mais altas do que no cenário de referência. Essencialmente, mais pessoas em idade ativa gerariam mais poupança.

O modelo também pode ajudar a explicar como o aumento da produtividade pode impulsionar a taxa de poupança. A produtividade total dos fatores (PTF) é o que a economia é capaz de produzir além do uso de trabalho e capital. Attanasio et al. (2015) modelam o cenário de referência para supor que até 2150 a América Latina e o Caribe convergirão para a produtividade dos países mais desenvolvidos, com uma taxa de crescimento de 1,5% a partir de então. Isso implica um aumento anual de 1,41% na PTF da região entre 2010 e 2150, para alcançar a mesma taxa e o mesmo nível de crescimento dos países de renda alta.

Para avaliar a importância da produtividade na poupança e no crescimento futuro, o modelo explora um cenário de rápida convergência, no qual presume-se que o nível da PTF e o crescimento na América Latina e no Caribe atingirão os níveis dos países de alta renda até 2100, em vez de 2150. Estima-se que a PTF aumentará 1,51% ao ano entre 2010 e 2100. Nesse caso, um aumento adicional de 0,1% na produtividade entre 2010 e 2100 pode moderar a queda das taxas de poupança em cerca de um terço (2 pontos percentuais) devido à baixa fecundidade. Tendo em conta todas as advertências desse exercício estilizado, esses resultados ilustram que, para cobrir as necessidades da população futura, o volume de poupança é tão importante quanto a forma como os países investem essa poupança.

Como a região está se preparando para o futuro?

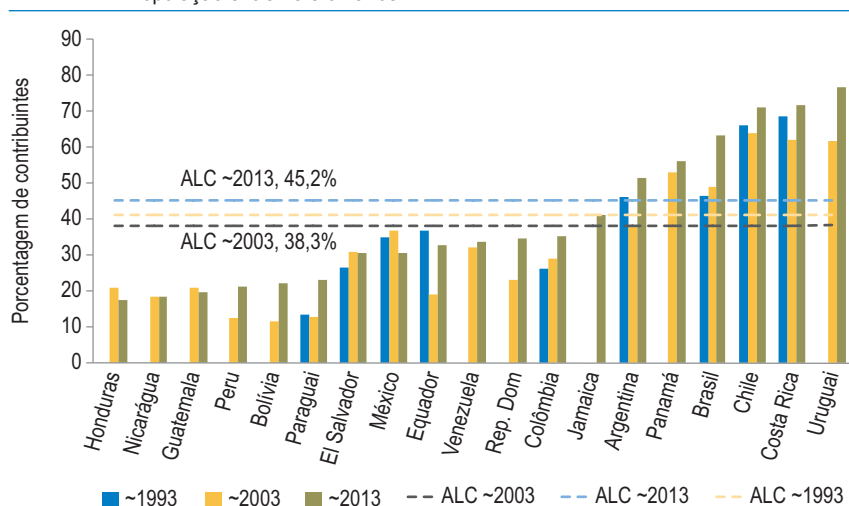
Apesar de uma melhor gestão macroeconômica e das reformas previdenciárias das últimas décadas, a região está mal preparada para enfrentar os desafios da transição demográfica. A participação em planos de previdência formais é baixa; portanto a cobertura previdenciária também o é. Outras formas de poupança não estão desempenhando um papel significativo no sentido de propiciar segurança de renda aos idosos. E, dado que as famílias estão diminuindo de tamanho, financiar a velhice dessa forma será difícil.

Sistemas previdenciários: uma opção em desuso

A cobertura dos sistemas previdenciários de contribuição obrigatória é baixa. Hoje, apenas 45% dos trabalhadores contribuem para um sistema previdenciário, muitos deles de forma irregular. Essa proporção tem permanecido relativamente constante ao longo das duas últimas décadas (figura 6.5). Se os padrões de contribuição não mudarem radicalmente, a cobertura será muito limitada também para as próximas gerações.

Figura 6.5 Percentagem de trabalhadores que contribuem para a previdência, 1993–2013

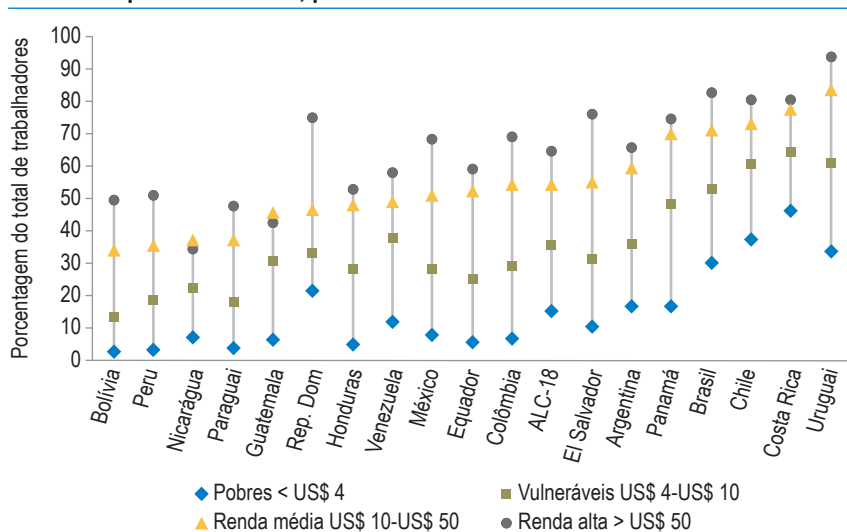
População entre 15 e 64 anos



Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados do Sistema de Indicadores de Mercados de Trabalho e Seguridade Social do BID.

Nota: Dados aprox. 2013.

Figura 6.6 Percentagem de trabalhadores que contribuem para a previdência, por renda diária, por volta de 2013



Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados do Sistema de Indicadores de Mercados de Trabalho e Seguridade Social do BID.

Nota: Classificação de renda em 2005 em termos da paridade do poder de compra (PPC).

Entre 60 e 80 milhões de pessoas com mais de 65 anos não terão contribuído para a previdência em 2050 (Bosch, Melguizo e Pagés, 2013).

A cobertura não apenas é baixa, mas também é altamente desigual (figura 6.6). Em praticamente todos os países da região, as famílias mais pobres não estão — e não estarão — cobertas pelos sistemas previdenciários de contribuição obrigatória. Em média, apenas 15% dos trabalhadores com rendimentos abaixo de US\$ 4 por dia em termos de paridade do poder de compra (a linha de pobreza moderada padrão usada na região) contribuem para a previdência. Mesmo a nova classe média emergente está, em grande parte, fora da cobertura previdenciária (Ferreira et al., 2013). Em média, apenas 53% de todos os trabalhadores de renda média (definida como aqueles que ganham entre US\$ 10 e US\$ 50 por dia em termos de paridade do poder de compra de 2005) atualmente contribuem para a previdência.

Além disso, muitos dos que contribuem em algum momento não terão adquirido o direito a uma aposentadoria adequada. As densidades de contribuição (a parcela de vida ativa durante a qual os trabalhadores contribuem para um sistema previdenciário) são muito baixas. No Chile, um dos países com maior cobertura, apenas 59% dos homens e 30% das

mulheres com idades entre 25 e 60 anos têm densidades de contribuição superiores a 50% (Berstein et al., 2006). No México, em El Salvador e no Peru, apenas entre 20% e 30% dos homens e entre 10% e 20% das mulheres contribuem durante mais da metade de sua vida ativa (Bosch, Melguizo e Pagés, 2013).

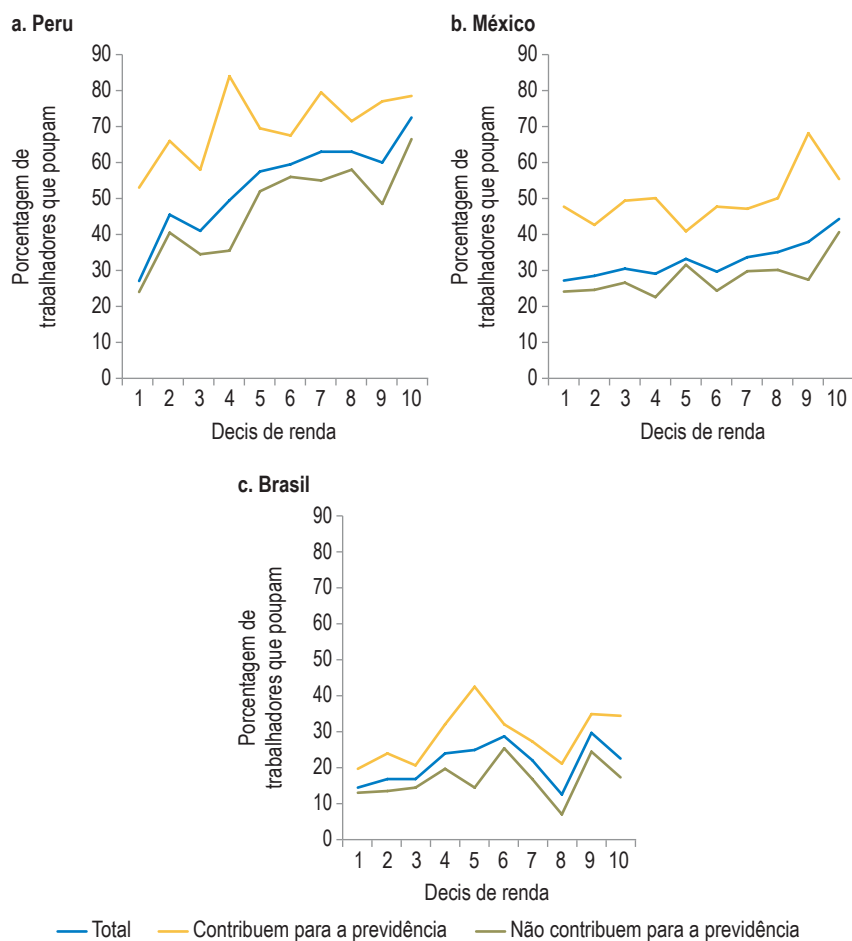
Por outro lado, as regras previdenciárias que ainda existem em muitos sistemas previdenciários continuam sendo relativamente generosas; isso produzirá uma redistribuição regressiva de recursos de famílias de renda baixa para famílias de renda alta, ou seja, as que estão cobertas (ver capítulo 7). Além disso, em alguns países os sistemas previdenciários poderiam se tornar uma fonte de déficits fiscais (“despoupança” pública), que poderia ameaçar sua sustentabilidade.

Todos os países da região enfrentam os mesmos desafios com diferentes graus de intensidade, conforme a estrutura do sistema previdenciário do país. Independentemente do regime previdenciário (isto é, seja de repartição ou de capitalização), um traço comum é a baixa cobertura ativa. Esse padrão sugere que a cobertura tem menos a ver com o sistema previdenciário do que com o funcionamento geral dos mercados de trabalho.

Plano B: poupança familiar em outros ativos

As famílias poderiam estar se preparando para o futuro de uma forma diferente. Poderiam ignorar os sistemas previdenciários obrigatórios (trabalhando informalmente), mas compensando com poupança em outros ativos. No entanto, pouca poupança familiar está ocorrendo fora do sistema previdenciário, especialmente entre famílias de baixa renda — precisamente aquelas mais frequentemente à margem do sistema previdenciário. Trabalhadores e suas famílias que não contribuem para a previdência não poupam mais do que trabalhadores que contribuem. Ao contrário, as pesquisas no Brasil, México e Peru mostram que os trabalhadores informais (que não contribuem para a previdência) poupam menos em todos os níveis de renda (ver figura 6.7). Além disso, os trabalhadores informais não apenas poupam menos em todos os níveis de renda, mas também o fazem por meios informais (ver capítulo 3).

Em termos demográficos, esses padrões estão ocorrendo durante um tempo geralmente favorável para poupar. Uma vez que a sociedade ainda é relativamente jovem na América Latina e no Caribe, a poupança deveria ser alta. No entanto, as taxas de poupança nem sempre

Figura 6.7 Percentagem de trabalhadores que declaram poupança no ano anterior

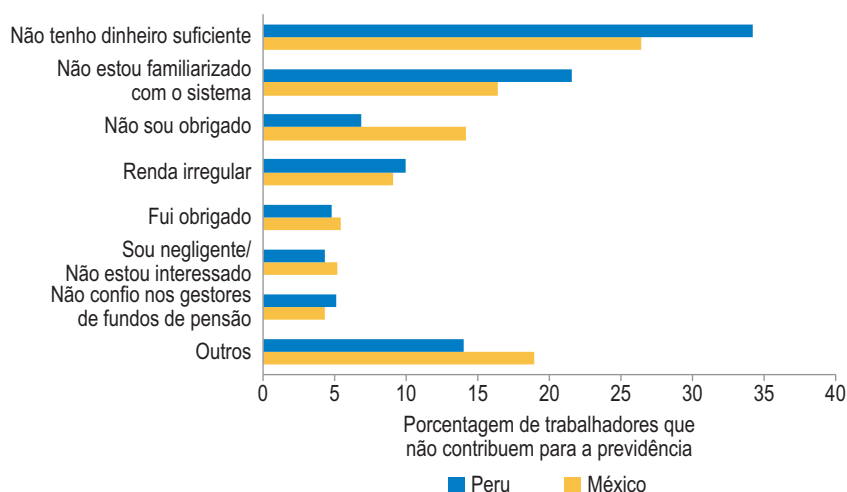
Fonte: Cálculos próprios baseados na Pesquisa da Base da Pirâmide (BoP).

Nota: A pesquisa exclui 30% das famílias mais ricas em cada país. A distribuição de decis mapeia 70% das famílias mais pobres.

respondem aos movimentos nos fatores demográficos. A Ásia é a única região do mundo que aumentou substancialmente a poupança durante o bônus demográfico (Cavallo, Sánchez e Valenzuela, 2016). O declínio da taxa de dependência pode explicar os 22% de aumento da poupança na Ásia entre 1963 e 2012, mas apenas 3% na América Latina e no Caribe durante o mesmo período.

Por que a América Latina e o Caribe não parecem estar aproveitando os bons fatores demográficos para aumentar a poupança? Há

Figura 6.8 Por que os trabalhadores não contribuem para a previdência social?



Fonte: Cálculos próprios baseados nas Pesquisas de Proteção Social da Cidade do México e de Lima Metropolitana, Peru (BID, 2008).

várias razões. Apesar da última década de crescimento, a região ainda é relativamente pobre e desigual. Muitos indivíduos e famílias não podem cobrir suas necessidades básicas. Um segmento relativamente grande da população ganha muito pouco para acumular uma poupança substancial em geral, e muito menos para uma aposentadoria potencial, seja por meio de contribuições previdenciárias formais ou de outros instrumentos. De acordo com pesquisas de proteção social realizadas no México e no Peru (BID, 2008), cerca de 30% das pessoas que não contribuem declaram como principal motivo a insuficiência de renda (ver figura 6.8). Essa situação poderia explicar a alta correlação entre a renda per capita de um país e a porcentagem de trabalhadores formais (Loayza, Oviedo e Servén, 2005), bem como a relação entre o nível de renda de um indivíduo e a probabilidade de ele ou ela poupar para a aposentadoria (ver figura 6.6). Também poderia explicar por que o bônus demográfico teve pouco efeito nos padrões de poupança da região.

Embora seja pouco viável que os trabalhadores de baixa renda poupem para a aposentadoria, está menos claro por que a classe média na América Latina e no Caribe não está poupanando o suficiente. As limitações de renda deveriam ser um problema de menor importância. No entanto, todos os poupadores potenciais enfrentam várias barreiras para gerar poupança para a aposentadoria fora dos sistemas previdenciários

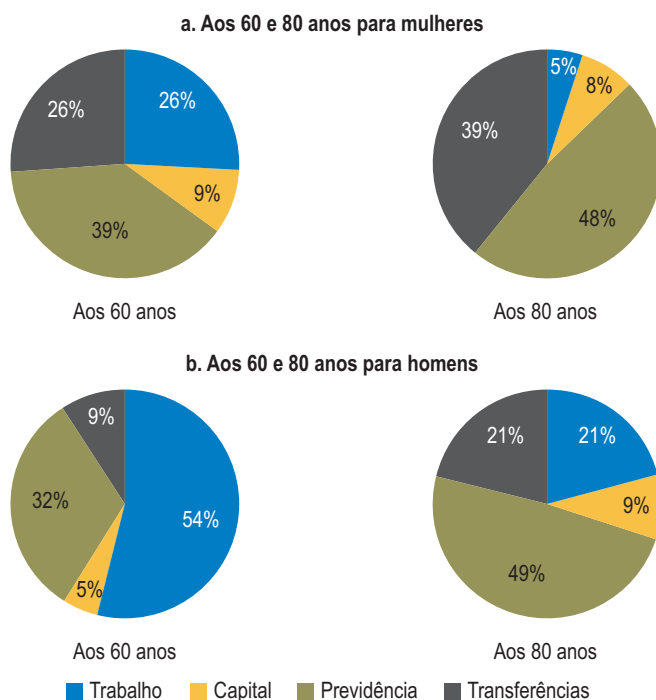
obrigatórios. O capítulo 9 explora duas explicações prováveis. A primeira é uma falta geral de confiança no sistema financeiro e os baixos retornos efetivos da poupança financeira. Em segundo lugar, o comportamento da poupança proativa (particularmente a poupança de longo prazo) pode ser minado por vieses de comportamento, incluindo viés de curto prazo, fatores de desconto, miopia intertemporal, problemas de decisão na família e pura irracionalidade⁸. Dadas essas limitações, depender da poupança fora de um sistema previdenciário obrigatório praticamente garante a insuficiência de recursos para financiar a previdência.

O último recurso: cuidar da avó

Muitos cidadãos latino-americanos e caribenhos que não contribuem para um sistema previdenciário esperam ser capazes de se sustentar, permanecendo no mercado de trabalho. A renda do trabalho é uma importante fonte de renda na velhice, pelo menos entre as idades de 60 e 80 anos (figura 6.9). A grande maioria dos trabalhadores informais da região depende do seu trabalho até uma idade muito avançada (Bosch, Melguizo e Pagés, 2013). No entanto, os padrões de oferta de trabalho na região sugerem que muito poucas pessoas estão dispostas ou são capazes de trabalhar depois dos 80 anos. Apenas 17% dos homens e 6% das mulheres estão trabalhando quando chegam aos 80 anos. A menos que essa situação mude drasticamente, a renda do trabalho não será uma fonte confiável de financiamento para a velhice.

A outra fonte de apoio para os idosos fora dos sistemas previdenciários é a família. As famílias têm sido, tradicionalmente, a rede de segurança mais confiável para os idosos⁹. Em 2013, cerca de 57% dos adultos acima de 65 anos viviam com membros da família em idade ativa (exceto cônjuges). No entanto, à medida que o envelhecimento evolui, é pouco provável que as famílias sejam uma fonte confiável de apoio. Em 1950, a mulher média da América Latina e do Caribe tinha seis filhos. Em 2015, a média era de 2,1, ou seja, apenas o suficiente para manter o nível da população. As implicações dessa mudança drástica estão começando a surgir. As pesquisas domiciliares revelam que, entre 2000 e 2013, o tamanho médio das famílias compartilhadas por adultos com 65 anos ou mais e população em idade ativa diminuiu 9% (de 4,4 para 4 membros), seguindo uma tendência geral da região de famílias menores. Em apenas 13 anos, a família média na América Latina e no Caribe diminuiu 12% (de 4,9 para 4,3 membros). Várias tendências demográficas,

Figura 6.9 Fontes de renda na velhice



Fonte: Elaboração própria baseada em Saad (2011).

culturais e econômicas podem estar por trás desse declínio, mas uma coisa é certa: as famílias estão ficando menores. Manter os idosos será mais difícil sem um crescimento econômico rápido. Famílias menores terão menos descendentes para cuidar de pais idosos. Enquanto isso, os pais estão tendo filhos em uma idade mais avançada. Assim, pais em idade ativa poderão ter de cuidar de seus filhos, pais e avós. As mulheres, que são tradicionalmente as principais cuidadoras dos idosos, provavelmente sofrerão mais com essas mudanças na estrutura familiar.

Agir hoje para um amanhã melhor

O envelhecimento é uma realidade que os países terão de enfrentar no futuro, mas o futuro está se aproximando rapidamente. Viver mais certamente é uma boa notícia; no entanto, uma vida mais longa não será uma vida melhor sem um financiamento adequado. A América Latina e o Caribe, como todas as regiões do mundo, terão de enfrentar esse desafio.

Cidadãos e formuladores de políticas têm dificuldade para entender a transformação drástica do perfil etário na região e as mudanças que ela trará. Em princípio, os indivíduos poderiam prever as mudanças demográficas e tomar as medidas adequadas para garantir sua renda futura poupando mais. No entanto, as pessoas não poupam o suficiente para a aposentadoria na região. Muitos precisam atender a necessidades imediatas. Outros não preveem suas necessidades futuras, ou acreditam que poderão trabalhar até uma idade muito avançada. De fato, essa é a principal razão pela qual os sistemas previdenciários em todo o mundo têm caráter obrigatório. No entanto, os regimes obrigatórios, de um modo geral, não conseguiram preparar os países da região para a mudança demográfica. Embora os formuladores de políticas reconheçam claramente o desafio, o problema parece muito distante e além do escopo do mandato político típico de quatro anos.

Que políticas podem garantir os recursos necessários para a população em processo de envelhecimento, sem comprometer outras necessidades concorrentes? Poupar mais para o futuro poderia desempenhar um papel central, mas somente se abordar os desafios fundamentais de uma sociedade envelhecida. Poupar, por si só, não garantirá, inevitavelmente, os recursos necessários para cuidar de um grande contingente de idosos no futuro. Uma grande geração de trabalhadores seguida de uma pequena, implica que a poupança pode ter retornos mais baixos e maior volatilidade. A poupança não apenas precisa ser maior, mas deve ser mobilizada de uma forma que aumente a produtividade e gere crescimento econômico. Essa é a única maneira pela qual os países poderão arcar com os custos crescentes de uma sociedade que está envelhecendo.

Embora a janela de oportunidade esteja se fechando para o bônus demográfico, a América Latina e o Caribe têm um espaço significativo para crescer nos próximos anos. Sistemas previdenciários mais bem preparados para enfrentar o envelhecimento serão cruciais para responder a esse desafio. Como reformar esses sistemas para aumentar a cobertura de forma sustentável e, ao mesmo tempo, lidar com o envelhecimento da população será o tema do próximo capítulo.

Aumentar a poupança e financiar os sistemas previdenciários agora poderia impulsionar a economia e preparar o terreno para o envelhecimento da região. A composição etária atual na região pode apoiar essas medidas. Aproveitar essa oportunidade na América Latina e no Caribe nas próximas décadas será vital para garantir o futuro da região.

Notas

- ¹ O bônus demográfico é definido pelo Fundo de População das Nações Unidas (UNFPA) como “o potencial de crescimento econômico que pode resultar de mudanças na estrutura etária da população, principalmente quando a proporção da população em idade ativa (15 a 64 anos) é maior do que a parcela da população que não se encontra em idade economicamente ativa (14 anos ou menos e 65 anos ou mais)”.
- ² Para uma perspectiva global do fenômeno do envelhecimento, ver Lee e Mason (2011b).
- ³ Entre 1993 e 2013, cerca de 60% do crescimento do PIB per capita na região foram devidos ao aumento do emprego resultante do crescimento da população, enquanto os demais 40% foram devidos ao aumento da produção por trabalhador (Alaimo et al., 2015).
- ⁴ As AFVD incluem atividades como caminhar, comer, vestir-se e ir ao banheiro. As AIVD incluem atividades como fazer compras, atender o telefone, cozinhar, cuidar da casa e a capacidade de administrar finanças.
- ⁵ Essa analogia e o texto da seção baseiam-se em Barr (2002) e Barr e Diamond (2009).
- ⁶ Algo que não é observável é o caminho que teriam seguido os países que passaram de sistemas de repartição para sistemas de capitalização, caso não houvessem implementado reformas. Nesse sentido, os sistemas com custos crescentes e pressões potenciais para aumentar os benefícios ou flexibilizar o acesso aos mesmos poderiam acabar com grandes déficits e, portanto, despoupança considerável.
- ⁷ Embora seja importante entender como essas promessas de “pensões” são feitas (ver capítulo 7).
- ⁸ Para evidências de poupança insuficiente para a aposentadoria no Reino Unido, ver Banks, Blundell e Tanner (1998).
- ⁹ Para uma discussão de como as transferências intergeracionais podem agir como um substituto para a poupança na ausência de mercados de renda vitalícia privada que funcionem bem, ver Kotlikoff e Spivak (1981) e Kotlikoff (1988).

7 Poupar para o futuro: sistemas previdenciários

Os sistemas previdenciários na América Latina e no Caribe estão quebrados. Para começar, cobrem menos da metade da população. Além disso, falhas de estrutura e financiamento tornam alguns desses sistemas insustentáveis, mesmo para essa população beneficiária limitada. O fim iminente do bônus demográfico só contribui para aumentar esses problemas. Como a previdência é o principal veículo pelo qual as famílias poupam para a aposentadoria, a crise da previdência é, efetivamente, uma crise de poupança.

À medida que as populações da América Latina e do Caribe envelhecem, muitos países têm um caminho íngreme à frente para oferecer segurança econômica a um número crescente de adultos aposentados. O desenho e o desempenho dos sistemas previdenciários serão fundamentais para assegurar recursos suficientes aos idosos, sem comprometer o crescimento e as perspectivas das gerações futuras.

Formuladores de políticas em todo o mundo estão lutando com esse *trade-off* entre gerações. A América Latina e o Caribe enfrentam desafios particulares, que vão desde grande desigualdade, baixa cobertura e falta de adequação previdenciária (Bosch, Melguizo e Pagés, 2013), até a sustentabilidade fiscal (Gill, Packard e Yermo, 2005).

Preparar os países da América Latina e do Caribe exigirá não apenas mais e melhores poupanças, mas também mudanças importantes na forma como os indivíduos e os países encaram a vida de trabalho e a aposentadoria. Isso não será fácil. Os sistemas previdenciários estão profundamente enraizados na arquitetura do Estado de bem-estar e até mesmo nos princípios constitucionais de alguns países. Há fortes divisões ideológicas sobre qual sistema oferece as melhores aposentadorias, como financiá-las, que grau de risco os indivíduos devem assumir

e quanta redistribuição de renda é necessária para pessoas de baixa renda em termos intra e intergeracionais.

Infelizmente, na maioria dos países da América Latina e do Caribe, os sistemas não estão prontos para enfrentar a transição demográfica e precisam ser profundamente repensados para garantir à grande maioria dos idosos uma aposentadoria adequada no futuro, sem comprometer outros objetivos de desenvolvimento. Quando se trata de poupar para o futuro, a previdência está no cerne do debate.

Sistemas mais novos para populações mais velhas

Ao longo das últimas três décadas, as reformas têm gerado uma variedade de sistemas previdenciários na região. A maioria dos países da região tem um sistema de benefícios definidos, geralmente de repartição (alguns financiados apenas parcialmente). Nove países adotam sistemas de contribuição definida, que geralmente coexistem com algum pilar de benefícios definidos. Apesar dessas reformas, um fato é irrefutável: os sistemas previdenciários contributivos não garantirão segurança de renda para a maioria dos cidadãos da América Latina e do Caribe em sua velhice. Apenas 45% dos trabalhadores da região contribuem para um sistema previdenciário, muitos deles de forma irregular (ver capítulo 6). Isso é particularmente verdadeiro entre trabalhadores autônomos e de baixa renda, trabalhadores jovens e mulheres. Portanto, a cobertura por meio desses sistemas é — e continuará sendo — limitada na ausência de novas reformas.

A forma como os benefícios são determinados e financiados parece ter pouco impacto na participação dos trabalhadores no sistema. Independentemente do tipo de sistema, a cobertura da seguridade social é baixa (Bosch, Melguizo e Pagés, 2013). Essa baixa cobertura tem suas raízes no fato de que a maioria dos sistemas foi criada para cobrir apenas trabalhadores assalariados, deixando os trabalhadores autônomos fora do sistema. Além disso, muitas empresas não registram seus empregados. Preparar os sistemas previdenciários para o futuro exigirá a ampliação da cobertura. No entanto, outros desafios também precisam ser enfrentados — alguns deles antes da ampliação da cobertura. Dentre eles estão a construção de poupança para assegurar a sustentabilidade no longo prazo e a melhoria da informação pública sobre os sistemas previdenciários e seu funcionamento. Alguns problemas serão mais graves em um sistema previdenciário do que em outro, e os países terão de

responder de forma diferente, dependendo de como as aposentadorias são determinadas e financiadas. Por conseguinte, as características do sistema vigente em cada país serão de suma importância.

Sistemas de repartição: promessas e mais promessas

Todos os sistemas previdenciários do mundo foram inicialmente criados como sistemas de repartição/benefícios definidos, quer parcialmente financiados ou totalmente não financiados. Isso tem implicações importantes para a poupança interna. Do ponto de vista dos trabalhadores, esse sistema é muito semelhante à poupança. O governo retém parte do salário do trabalhador (cerca de 15%, em média, na região), impedindo-o de dispor desses recursos para o consumo presente. No entanto, esse dinheiro é imediatamente gasto no pagamento de aposentadorias atuais, de modo que em um sistema de repartição puro, o governo não acumula poupança. Além disso, os trabalhadores tampouco estão poupanando, já que por meio de suas contribuições estão apenas comprando a promessa de uma aposentadoria futura.

Os sistemas de repartição geralmente oferecem aos participantes algumas características positivas. Como os benefícios são previamente definidos, a aposentadoria oferece um seguro contra mudanças nos retornos (a aposentadoria não depende do retorno de nenhum ativo específico) e diante da longevidade (a aposentadoria proporciona uma renda vitalícia ao beneficiário). Em um sistema solvente de repartição/benefícios definidos, o retorno da “poupança” associado à participação no sistema é o mesmo que a taxa de crescimento da massa salarial média.

Duas outras características desses sistemas são particularmente importantes e determinam a maioria dos desafios que enfrentarão no futuro. Em primeiro lugar, para a sua sustentabilidade no longo prazo, dependem fundamentalmente da proporção contribuintes-aposentados (uma vez que as aposentadorias são financiadas com as contribuições atuais). Assim, num mundo em processo de envelhecimento, os parâmetros que determinam os benefícios em sistemas de repartição devem ser modificados periodicamente, e a sustentabilidade deve ser monitorada. Infelizmente, poucos sistemas o fazem, o que transfere parcialmente esses riscos de volta para os indivíduos em algum momento. Em segundo lugar, há uma redistribuição implícita substancial no sistema, uma vez que as regras previdenciárias não correspondem perfeitamente às contribuições e aos benefícios. Entender essa redistribuição é

fundamental para avaliar o desempenho desses sistemas. Por exemplo, como a longevidade está em grande parte ligada à riqueza, qualquer sistema previdenciário poderia ser considerado regressivo, já que indivíduos relativamente ricos têm uma vida mais longa (Academias Nacionais de Ciências, Engenharia e Medicina, 2015). Na América Latina e no Caribe, o efeito é ampliado porque os trabalhadores de alta renda têm maior probabilidade de cumprir os requisitos necessários para desfrutar da aposentadoria. Os principais desafios para os sistemas de repartição/benefícios definidos incluem aspectos relacionados à sustentabilidade, à adequação e à redistribuição, bem como arranjos institucionais.

Sustentabilidade

A região gasta muito com previdência, apesar da baixa cobertura e de uma população relativamente jovem (ver quadro 7.1). Embora medir o gasto previdenciário não seja tão fácil e transparente como deveria ser,

QUADRO 7.1. QUANTO É O GASTO PREVIDENCIÁRIO ATUAL?

Este capítulo apresenta várias medidas de gastos previdenciários. A metodologia e a cobertura variam entre os estudos. Como pode ser visto na figura B7.1, embora haja alguma disparidade entre as fontes, as ordens de magnitude são claras. Em países com alta cobertura como Argentina, Brasil e Uruguai, o gasto previdenciário excede 6% do PIB, enquanto nos países da América Central com populações relativamente jovens e baixa cobertura, esse gasto oscila entre 1% e 2% do PIB.

O gasto previdenciário pode muito bem ser a maior rubrica de gastos nos orçamentos de muitos governos em todo o mundo. Em média, representa 18% do gasto público nos países da OCDE (OCDE, 2015a).

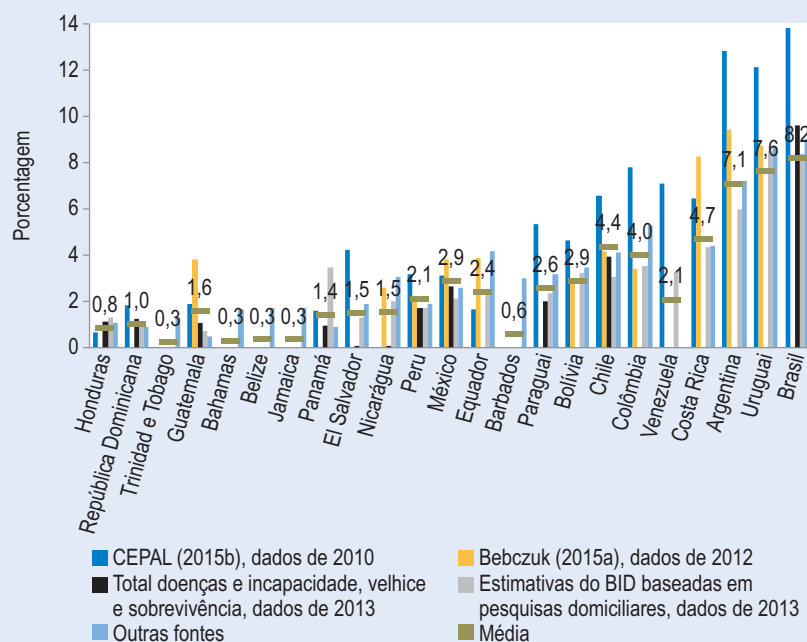
É extremamente difícil calcular quanto muitos países da América Latina e do Caribe gastam em previdência. É ainda mais difícil prever quanto esses países terão de gastar no futuro. Este relatório baseia-se em dados primários (registros administrativos e orçamentos governamentais) e dados secundários (pesquisas domiciliares) para dar uma ideia da carga fiscal que os países enfrentam para cumprir seus compromissos previdenciários.

Por que é tão difícil obter informações confiáveis sobre o gasto previdenciário dos países da região? Em primeiro lugar, os sistemas previdenciários dos países são muitas vezes bastante fragmentados. Alguns países têm sistemas diferentes para funcionários públicos e privados. Alguns países têm sistemas previdenciários para professores, militares e servidores públicos. O Peru tem 14 sistemas previdenciários diferentes. Grandes países federativos como o Brasil e o México, não apenas têm sistemas públicos federais, mas

(continua na página seguinte)

QUADRO 7.1. (continuação)

também sistemas para os servidores públicos estaduais, e até mesmo (no caso do Brasil) dos governos municipais. Em segundo lugar, os dados não são centralizados na maioria dos países. Os históricos de trabalho de muitos trabalhadores ainda são registrados em sistemas baseados em papel ou não estão documentados. Os contribuintes muitas vezes têm de fornecer documentos ou testemunhas para certificar as contribuições que fizeram durante toda a sua vida ativa. Em terceiro lugar, e mais importante, poucos países têm um mandato de prestação de contas que os obrigue a tornar os gastos previdenciários mais transparentes e mais fáceis de ser controlados. Poucos marcos jurídicos e institucionais exigem sistematicamente que os países publiquem informações sobre os gastos previdenciários de forma centralizada, dando conta de todos os regimes especiais e governos subnacionais. É ainda mais raro encontrar informações sobre a situação financeira atuarial de longo prazo dos fundos de pensão. Esse tipo de cálculo requer informações que podem não estar disponíveis ou suficientemente bem organizadas.

Figura B7.1 Gasto previdenciário como porcentagem do PIB

Fonte: Elaboração própria com base em CEPAL (2015b); Bebczuk (2015a); base de dados fiscal do BID; pesquisas domiciliares; e outras fontes, incluindo economistas do setor fiscal e de país do Banco Interamericano de Desenvolvimento e Lustig, Pessino e Scott (2014). Fontes específicas de país incluem, para a Argentina, Lustig e Pessino (2013); para a Bolívia, Paz Arauco et al. (2014); para o Brasil, Higgins e Pereira (2014); para o Chile, Ruiz-Tagle e Contreras (2014); para a Colômbia, Meléndez (2014); para a Costa Rica, Sauma e Trejos (2014); para o Equador, Llerena Pinto et al. (2015); para El Salvador, Beneke, Lustig e Oliva (2015); para a Guatemala, Cabrera, Lustig e Morán (2015); para o México, Scott (2014); para o Peru, Jaramillo (2014); para o Uruguai, Bucheli et al. (2014).

as ordens de grandeza desse gasto na região igualam ou superam o gasto previdenciário nos países europeus avançados com altos gastos como França, Grécia, Itália, e Espanha.

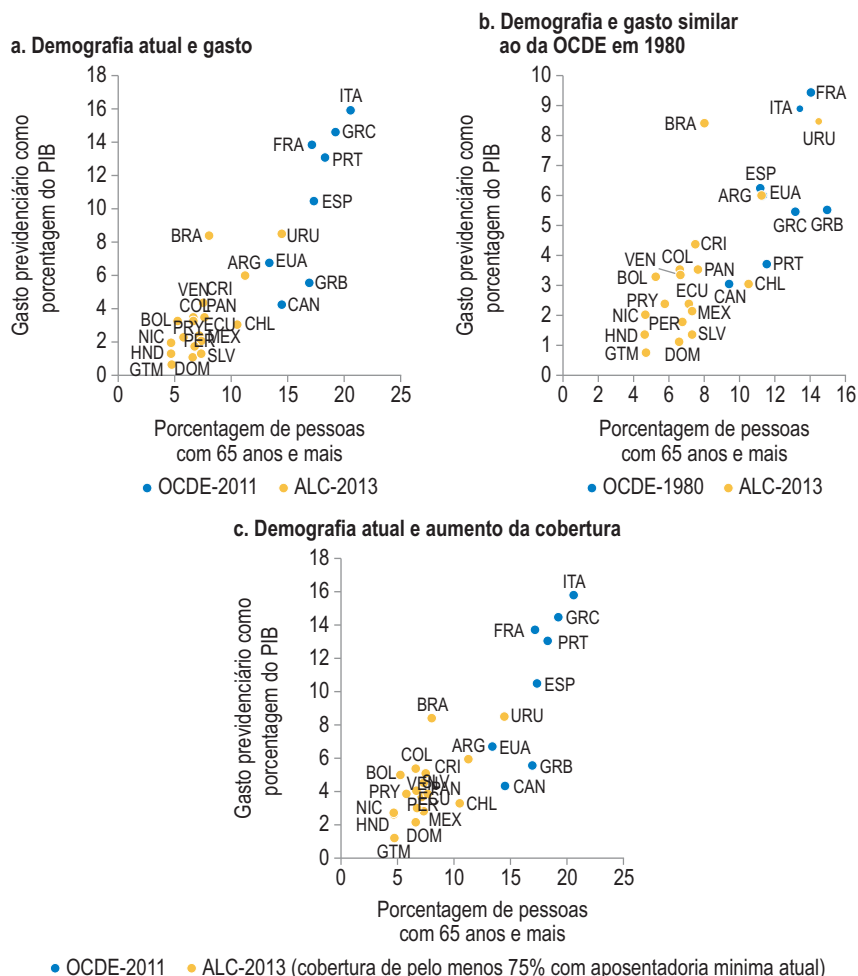
Argentina e Uruguai, que têm uma cobertura relativamente alta (e uma população relativamente mais velha para os padrões da América Latina e do Caribe) gastam aproximadamente o mesmo que França, Grécia, Itália e Espanha, e significativamente mais do que países da OCDE de baixos gastos como Canadá, Reino Unido e Estados Unidos (figura 7.1). Como as características demográficas atuais variam muito (figura 7.1, painel a), esses níveis talvez sejam mais bem ilustrados comparando-se o gasto dos países da OCDE quando seus perfis demográficos eram semelhantes aos da Argentina e do Uruguai (figura 7.1, painel b). Em 1980 (o primeiro ano para o qual há dados comparáveis sobre gastos previdenciários), França e Itália tinham uma demografia semelhante à do Uruguai, hoje, e gastavam pouco mais do que o Uruguai gasta atualmente. Da mesma forma, o perfil demográfico e o gasto na Argentina assemelhavam-se aos da Espanha em 1980, e os gastos previdenciários eram praticamente idênticos¹.

O Brasil merece menção especial. Em 2015, cerca de 8% da sua população tinha 65 anos ou mais. No entanto, seu gasto previdenciário era semelhante ao da França e da Itália na década de 1980, que à época eram países muito mais velhos (com 14% da população com 65 anos ou mais). As estimativas de Clements et al. (2011) sugerem que, na ausência de reformas, em 2050 o gasto previdenciário no Brasil chegará a 16% do PIB².

O gasto previdenciário é mais baixo na maioria dos demais países da região, graças mais à falta de cobertura do que a uma sustentabilidade adequada. A maioria dos países gasta entre 1,5% e 4% do PIB em aposentadorias. Se os países desfrutassem de uma cobertura relativamente maior, o quadro fiscal seria muito diferente. Uma simulação simples em que os países atingem uma cobertura de 75% e pagam a aposentadoria mínima obrigatória aos aposentados que hoje não a recebem, elevaria significativamente os custos e colocaria muitos países em um nível de gasto de países como Canadá, Reino Unido e Estados Unidos (países da OCDE com baixos gastos), apesar de terem populações muito mais jovens (figura 7.1, painel c).

Esse gasto não é respaldado por contribuições e, em alguns casos, se destina a uma parcela muito pequena da população idosa. Apesar das populações relativamente jovens da região, alguns sistemas de repartição/benefícios definidos não podem cobrir o gasto previdenciário com

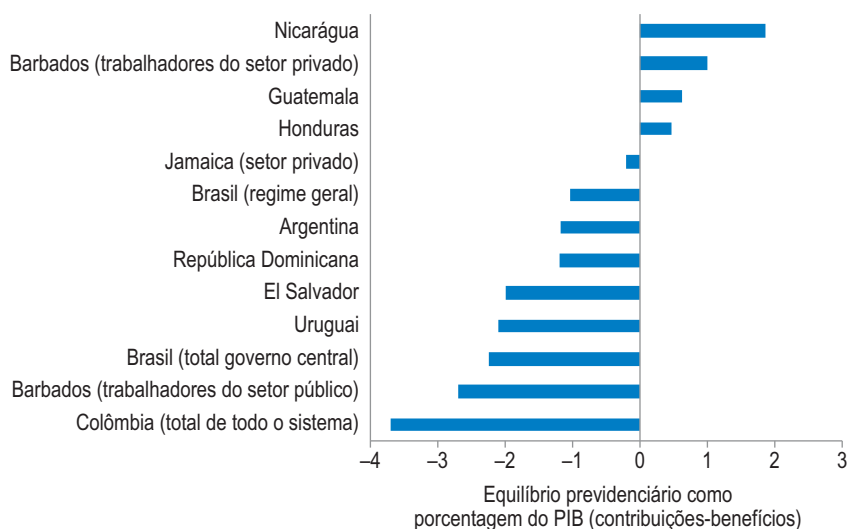
Figura 7.1 Gasto previdenciário e envelhecimento em países selecionados da América Latina e do Caribe e da OCDE, 2011–13



Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados do Sistema de Indicadores de Mercados de Trabalho e Seguridade Social do BID, da OCDE (2014b), da CELADE (2015) e das Nações Unidas (2015). Nota: O gasto previdenciário na América Latina e no Caribe é calculado multiplicando-se a previdência média pela porcentagem de beneficiários com base nas pesquisas domiciliares.

as contribuições e precisam financiá-lo com outras receitas do governo (figura 7.2). Os desequilíbrios previdenciários na Argentina e no Brasil já absorvem mais de 1% do PIB. Os países que reformaram seus sistemas parcial ou totalmente, como a Colômbia, El Salvador ou a República Dominicana, durante os anos 1980 e 1990, enfrentam déficits significativos durante seus períodos de transição.

Figura 7.2 Diferença entre contribuições e benefícios em sistemas selecionados de repartição/benefícios definidos



Fonte: Cálculos próprios; Colômbia (Bosch et al., 2015); trabalhadores do setor público de Barbados (Eckler, 2014); Brasil, Uruguai, República Dominicana, Honduras, Guatemala (base de dados fiscal do BID); para o Brasil, regime geral (Ministério da Previdência Social, Brasil); setor privado da Jamaica (Hall, 2014).

Em países do Caribe como Barbados e Jamaica, os sistemas de repartição/benefícios definidos para trabalhadores do setor privado estão mais equilibrados, mas estudos atuariais (ver quadro 7.2) apontam para futuros déficits que exigirão reformas substanciais. Os sistemas do setor público em Barbados, embora já tenham sido reformados, ainda absorvem quase 3 pontos percentuais do PIB diretamente das receitas gerais. Outros países relativamente mais jovens com cobertura muito baixa, como Honduras e Nicarágua, ainda pagam menos aos beneficiários do que o que arrecadam em seus sistemas previdenciários obrigatórios.

Esses desequilíbrios previdenciários também ilustram uma característica crucial dos sistemas de repartição/benefícios definidos: os parâmetros que supostamente equilibram as contribuições e os benefícios ajustam-se muito lentamente às mudanças demográficas. Em princípio, os desequilíbrios menores desses sistemas poderiam ser corrigidos ajustando-se parâmetros como idade de aposentadoria ou taxas de contribuição. No entanto, modificar esses parâmetros tende a ser muito impopular e raramente é feito — exceto na iminência de uma crise fiscal —, ou podem ser realizados muito lentamente.

QUADRO 7.2. ESTUDOS ATUARIAIS INDEPENDENTES OBRIGATÓRIOS

Os compromissos de longo prazo dos planos de repartição/benefícios definidos devem ser acompanhados de perto; assim, a sustentabilidade deve ser adequadamente monitorada. O impacto das mudanças demográficas nos passivos requer estudos atuariais. Esse tipo de avaliação considera os parâmetros do modelo, as projeções de contribuições e pagamentos de pensões, bem como a evolução de quaisquer reservas. Em termos de contribuições, o número de trabalhadores depende significativamente do número de pessoas em idade ativa no futuro, da participação no mercado de trabalho e dos aumentos salariais. Em termos de pensões de aposentadorias, uma variável crítica é o número de pessoas que se aposentam e a longevidade esperada. As projeções também dependem das futuras taxas de retorno de qualquer fundo de reserva.

Embora esses estudos sejam muito importantes, a falta de informações às vezes impossibilita a realização de uma análise técnica robusta. Uma informação muito importante é a esperança de vida, com projeções de mortalidade no longo prazo. Muitos países usam tabelas de esperança de vida baseadas em outros países, como o Chile ou os Estados Unidos. Outra fonte essencial de informações necessárias para projetar o crescimento do sistema é o histórico de contribuições, que nem sempre é completo.

Na Jamaica, a lei exige uma análise atuarial a cada cinco anos. O último estudo atuarial data de março de 2013. O Sistema Nacional de Seguridade da Jamaica é um sistema de repartição/benefícios definidos. De acordo com o estudo de 2013, no cenário-base as reservas estarão esgotadas em 2033. O estudo propõe medidas específicas para aumentar a sustentabilidade. O governo está estudando alternativas para melhorar proativamente a posição financeira de longo prazo do sistema.

Em Barbados, um estudo atuarial deve ser realizado a cada três anos. Essa avaliação tem ajudado a introduzir ajustes nos parâmetros do sistema previdenciário. Por exemplo, em 2002, para abordar os problemas de sustentabilidade no médio prazo, as alíquotas de contribuição foram aumentadas para 20% dos salários, e a idade de aposentadoria subirá para 67 anos até 2018 (atualmente é 66). Apesar dessas reformas, o estudo atuarial de 2008 estima que as contribuições serão suficientes para cobrir todos os gastos somente até 2022, e que o fundo estará completamente esgotado até 2068.

Sem reformas, nas próximas décadas esses desequilíbrios dos sistemas de repartição serão agravados, aumentando a pressão fiscal, reduzindo os recursos públicos no futuro (despoupança) e diminuindo os recursos disponíveis para outras áreas importantes como educação ou infraestrutura. Esses sistemas não são apenas um mecanismo de poupança inadequado para os indivíduos, mas a pressão que colocam sobre

as finanças do governo compromete também a poupança pública. Os países que mudaram para sistemas de contribuição definida eventualmente reduzirão os seus déficits, mas no curto prazo esses desequilíbrios serão exacerbados e as pressões orçamentárias persistirão por muitas décadas³.

Ajuste e redistribuição

Alguns dos problemas de sustentabilidade se devem à generosidade dos benefícios para aqueles cobertos pelo sistema. Em geral, na América Latina e no Caribe as regras que definem as aposentadorias no sistema de repartição/benefícios definidos são muito generosas em comparação até mesmo com países mais ricos, especialmente no caso de trabalhadores que contribuíram durante muitos anos. Isso não significa necessariamente que os valores das pensões sejam altos para todos os aposentados.

A generosidade do sistema é determinada pelo valor que um beneficiário (e os dependentes desse beneficiário) receberá em comparação com suas contribuições. Esses dois conceitos aparentemente simples não são fáceis de quantificar e são influenciados por parâmetros como idade da aposentadoria, taxas de contribuição, regra que define o benefício, benefício para sobreviventes e outros fatores menos óbvios, tais como aumento de salários ou taxa de juros (ver Berstein, Bosch e Oliveri, 2016). Cerca de metade da pensão média nos sistemas de repartição/benefícios definidos na região não é financiada por contribuições e terá de ser subsidiada pelo governo se os parâmetros do sistema permanecerem inalterados. Em alguns países, esse subsídio chega a até 75% da aposentadoria e deve ser financiado por receitas gerais do governo.

No entanto, a maioria dos generosos benefícios implícitos nos sistemas de repartição/ benefícios definidos atualmente favorece os pensionistas de maior renda. Essa é uma consequência direta da desigualdade da cobertura previdenciária. De maneira perversa, as regras de benefícios, combinadas com a baixa cobertura, por vezes resultam em uma redistribuição dos trabalhadores de baixa renda para os trabalhadores de alta renda. Como as regras estipulam que os aposentados que não contribuíram durante um número mínimo de anos (período de carência) não têm direito a pensão, em muitos casos os trabalhadores que não contribuíram — ou contribuíram durante um número mínimo de anos — para o sistema, não recebem os benefícios da aposentadoria (Berstein e Puente, 2015). Por exemplo, no sistema de repartição/benefícios definidos da Colômbia, cerca de 65% dos trabalhadores que

contribuíram não terão direito a pensão de aposentadoria (Bosch et al., 2015). Assim, suas contribuições estão pagando — ou “subsidiando” — benefícios que fluirão para trabalhadores de alta renda. Cerca de 80% de todos os subsídios no sistema de repartição da Colômbia fluem para os 20% mais ricos (Lasso, 2006).

Arranjos institucionais

Apesar do grande volume de recursos públicos que os sistemas de repartição/benefícios definidos requerem, a transparência e o monitoramento da sustentabilidade são limitados. Em alguns países, é difícil saber exatamente quanto está sendo gasto em aposentadorias, devido à multiplicidade de sistemas e níveis subnacionais. Além disso, a falta de dados ou a incapacidade para processá-los faz com que muitos países tenham dificuldade para prever ou estimar passivos futuros. Muito poucos países dispõem de um protocolo claro para realizar o monitoramento da sustentabilidade ou de capacidade para implementá-lo. Isso, por sua vez, prejudica o debate de políticas e dificulta os esforços para elaborar uma agenda de reformas. Alguns países estão aproveitando o monitoramento da sustentabilidade para avançar na implementação de reformas paramétricas dos seus sistemas. Ao mesmo tempo, estão promovendo a conscientização pública, informando a população da posição financeira dos sistemas previdenciários.

A transparência e a governança são relativamente frágeis na região. Souto e Musalem (2012) desenvolveram um Índice de Transparência e Governança (ITG) para os fundos de pensão nacionais públicos e classificaram 83 países, dentre eles 14 da América Latina e do Caribe⁴. Nenhum país da região ficou entre os 10 primeiros. Os países com as melhores classificações foram o México e a Costa Rica, com 22 do total de 33 pontos. A fraca governança é uma questão importante, pois pode prejudicar o desempenho dos investimentos dos fundos de pensão (Yang e Mitchell, 2008; Hess, 2005). Os formuladores de políticas sempre enfrentam demandas de curto prazo; as instituições fortes devem ser capazes de resistir a essa pressão e preparar as sociedades para a eventualidade do aumento da longevidade.

Recomendações

A falta de cobertura é o principal desafio enfrentado pelos sistemas previdenciários. Isso aumentará a pressão para relaxar o acesso a benefícios

(Bosch e Oliveri, 2015) ou para criar proteção social não contributiva (discutido mais adiante neste capítulo), a fim de aliviar a pobreza na velhice. Nesse cenário, aumentar a cobertura monitorando, ao mesmo tempo, a sustentabilidade dos sistemas de repartição/benefícios definidos, seria ainda mais crucial.

Há três princípios gerais que orientam possíveis reformas:

- *Repensar os parâmetros fundamentais para adaptar-se à mudança demográfica.*

Para lidar com a transição demográfica, os sistemas de repartição/benefícios definidos precisam ajustar seus parâmetros fundamentais. Como e quando será uma questão de preferência e vontade política, mas essas reformas terão, inevitavelmente, de abordar as regras que determinam os benefícios, a idade de aposentadoria e as alíquotas de contribuição. Os sistemas que se ajustarem mais cedo do que mais tarde poderiam distribuir o impacto da longevidade de uma forma mais equitativa entre as gerações. Devido aos altos níveis de informalidade do trabalho, aumentar as alíquotas de contribuição não parece uma opção tão viável como nos países desenvolvidos. Ajustes automáticos às mudanças demográficas (por exemplo, indexação da aposentadoria à longevidade a cada cinco anos) são preferíveis às reformas rápidas. Vários países da OCDE, dentre eles a Espanha, têm seguido esse caminho. Outros estabeleceram um regime denominado “plano nocional de contribuição definida”, em que os benefícios dependem de toda a vida profissional, das taxas de juros e da longevidade, como é o caso da Itália (OCDE, 2014).

- *Construir reservas sempre que possível*

Os sistemas públicos de benefícios definidos podem poupar para o futuro (isto é, financiar o sistema). Os estudos atuariais precisam determinar o nível de ativos necessários para assegurar a cobertura de passivos futuros. Os reguladores dos sistemas de benefícios definidos geralmente exigem níveis mínimos de financiamento, que em alguns casos é de 100%, como nos Países Baixos (IOPS, 2012). A construção de reservas impõe um desafio em termos de como estas são investidas. A poupança acumulada deveria ser destinada a aumentar o crescimento e a produtividade. Uma regulação adequada, políticas robustas de investimento e boa governança são necessárias para a

consecução de objetivos de longo prazo. A gestão adequada de ativos e passivos deveria ser o principal motor das decisões. Países como Noruega (Fundo de Pensão do Governo) e Chile (Associações de Fundos de Pensão) criaram fundos especiais para financiar seus sistemas de repartição. Uma governança adequada é crucial para esses arranjos.

- *Melhorar a informação e aumentar a conscientização pública*
As reformas serão mais bem fundamentadas e implementadas se houver informações disponíveis e se as consequências da ação ou da inação forem explícitas. Melhorar a coleta e divulgação de dados, bem como análises atuariais independentes periódicas, debate permanente sobre políticas, campanhas de conscientização pública e transparência são requisitos para implementar reformas.

Sistemas de contribuição definida: um trabalho em curso

Diante dos desequilíbrios fiscais dos sistemas de repartição/benefícios definidos, muitos países migraram para sistemas de contribuição definida. O Chile foi pioneiro nessa área em 1981, seguido por outros oito países na década de 1990 (Banco Mundial, 1994). Em contraste com os sistemas de repartição/benefícios definidos, nos sistemas de contribuição definida as contribuições dos trabalhadores são retidas em uma conta e investidas. Ao contrário dos sistemas de repartição/benefícios definidos, esses recursos são poupanças reais que são investidas. No entanto, como mencionado anteriormente, na migração de um sistema para outro corre-se o risco de exacerbar, durante um longo período de tempo, alguns desequilíbrios preexistentes.

Com a transição para sistemas de contribuição definida, alguns desafios antigos permaneceram e outros novos surgiram. Em primeiro lugar, a cobertura previdenciária não melhorou. Na transição para sistemas de contribuição definida, a esperança era de que as taxas de cobertura aumentariam. Essas expectativas não se concretizaram, em grande parte porque nada mudou intrinsecamente no mercado de trabalho (a causa da baixa cobertura). O principal desafio para os sistemas de contribuição definida continua sendo aumentar a cobertura.

Um segundo desafio significativo para os sistemas de contribuição definida é a provisão de um seguro de longevidade. Em um sistema de contribuição definida, o aposentado pode retirar todos os fundos de

uma só vez, programar retiradas para o período de aposentadoria, ou comprar uma renda vitalícia. A única maneira pela qual o aposentado sobreviverá à sua poupança é comprando uma renda vitalícia (um dos principais objetivos dos sistemas previdenciários), algo que, atualmente, é feito por menos da metade dos pensionistas nesses sistemas.

Em terceiro lugar, um desafio crucial para esses sistemas é garantir a eficiência em termos de retornos e custos, o que em muitos casos depende da concorrência entre provedores. Dada a falta de conhecimento e engajamento dos participantes, a concorrência entre os provedores não resolve necessariamente o problema.

Vários países que introduziram sistemas de contribuição definida na década de 1990 voltaram para os sistemas de repartição/benefícios definidos, tanto dentro como fora da região (Holzmann, 2013). Os desafios fiscais em alguns países que estavam assumindo os custos de transição abriram o caminho para essas reversões. Os sistemas de contribuição definida foram apresentados às pessoas como um meio de receber pensões de aposentadoria mais altas com alíquotas de contribuição mais baixas. O fato de que as pessoas não estavam recebendo benefícios em linha com as suas expectativas também minou o apoio necessário para a continuidade das reformas.

Outras importantes questões pendentes incluem o financiamento do custo de transição; o incentivo para melhores investimentos, retornos mais altos e redução de custos de operação; o aumento da oferta de produtos de aposentadoria e planos de seguro; o desenvolvimento de alfabetização financeira, legitimidade e confiança; e a implantação de regulação e supervisão adequadas.

Custos de transição

Apesar do fato de que serão úteis para a sustentabilidade dos países no longo prazo, as reformas dos anos 1990 implicam altos custos de transição que podem durar décadas. A situação fiscal no curto prazo é particularmente preocupante para esses países. Na transição para um sistema de contribuição definida com contas individuais, esses países perderam a totalidade ou uma parte significativa das contribuições para o antigo sistema de repartição/benefícios definidos, enquanto ainda enfrentavam gastos significativos em aposentadorias. Chile, Colômbia, El Salvador e República Dominicana ainda destinam entre 1 e 4 pontos percentuais do PIB ao sistema em transição. Em particular o Chile, que reformou seu

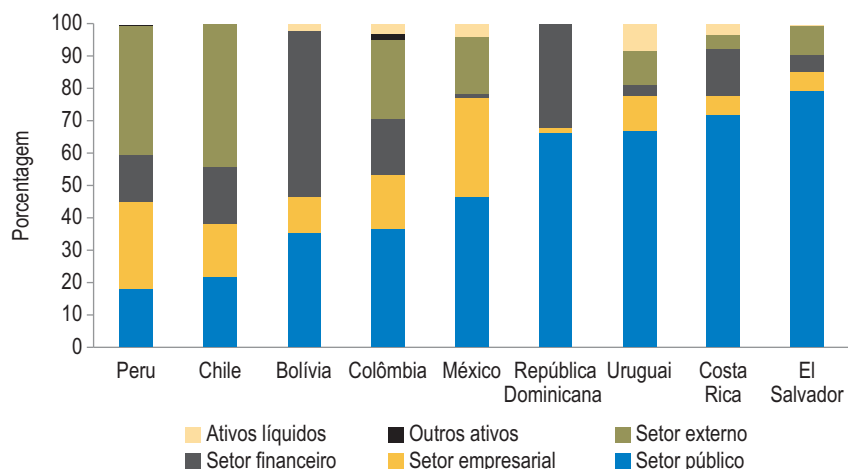
sistema de repartição há mais de 30 anos e ainda está gastando 3 pontos percentuais do PIB por ano nessa transição. Qualquer esforço de reforma deve incluir uma avaliação atuarial dos possíveis custos de transição.

Investimentos, retornos e custos

Nos sistemas de contribuição definida, os benefícios de aposentadoria dependem dos retornos dos investimentos e dos custos de gestão. Um retorno de 1% durante 40 anos se traduz em um aumento de 20% nos pagamentos das aposentadorias. Portanto, a qualidade dos investimentos é fundamental, devido ao impacto direto dos retornos no financiamento das aposentadorias (Davis, 2002). Há também um impacto indireto por meio do efeito que investidores institucionais como os fundos de pensão podem ter no desempenho econômico. Esse impacto positivo dependeria não apenas de *quanto* desses fundos de pensão é investido, mas também de *como* esses recursos são investidos.

Assim, a regulação dos investimentos e a supervisão dos fundos de pensão são importantes e têm um impacto no desempenho dos gestores. De fato, os fundos de pensão poderiam ser uma fonte essencial de financiamento de longo prazo, que poderia contribuir para melhorar a produtividade dos países. Como os investimentos dos fundos de pensão têm de estar bem protegidos e orientados para o financiamento de futuras pensões, a estruturação de produtos financeiros que propiciem o desenvolvimento na região poderia ser uma estratégia vencedora (ver capítulo 4).

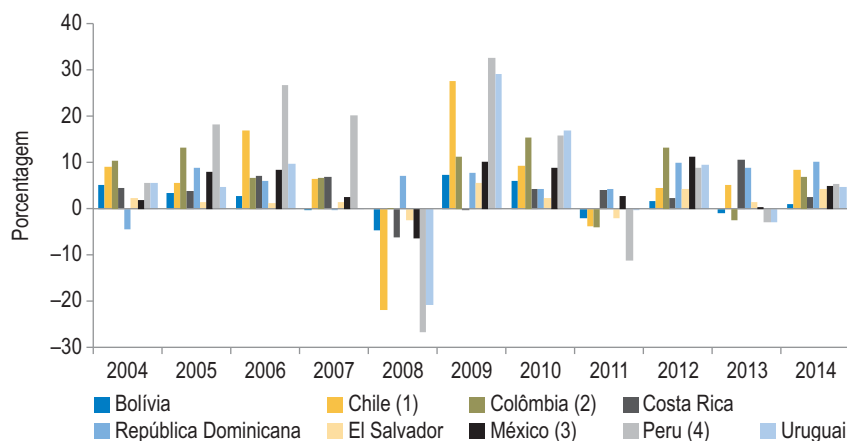
Por outro lado, os fundos poderiam ser investidos em títulos públicos para financiar o gasto corrente do governo e, assim, teriam pouco impacto na poupança agregada e na promoção do crescimento. Em média, quase 50% dos fundos de pensão da região são investidos em títulos do governo; esse nível chega a 80% em países como El Salvador (figura 7.3). As restrições de investimento podem afetar a eficiência do investimento e gerar retornos mais baixos para um determinado nível de risco. As restrições à renda variável e ao investimento no exterior durante os primeiros anos da reforma de 1980 no Chile reduziram os ganhos dos fundos de pensão em 10%, em comparação a um cenário sem restrições (Berstein e Chumacero, 2006). Há, certamente, um papel para a regulação no alinhamento dos incentivos dos gestores de fundos de pensão aos objetivos de longo prazo desses fundos. No entanto, os reguladores devem considerar o custo embutido em quaisquer restrições.

Figura 7.3 Carteira de investimentos de fundos privados

Fonte: Cálculos próprios com base nas estatísticas da Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP, 2015).

Embora as carteiras dos fundos de pensão na maioria dos países da América Latina e do Caribe que adotam sistemas previdenciários de contribuição definida não sejam bem diversificadas, as taxas de retorno têm sido altas em comparação com outras regiões. No entanto, a volatilidade também tem sido alta, especialmente nos últimos anos (figura 7.4). Os retornos reais no período de 2004 a 2014 foram positivos, em média, apesar das perdas significativas durante e após a crise de 2008. O Peru teve o maior retorno real (8,51%) e a Bolívia, o menor (1,81%), seguida de perto por El Salvador (1,83%). A média não ponderada para esses nove países ficou perto de 5%. Entre os países da OCDE, Chile e México estão acima da média, com a sétima e nona taxas reais de retorno mais altas entre 2004 e 2014 (OCDE, 2015c). A Colômbia e a República Dominicana superaram todos os países da OCDE.

À medida que os fundos de pensão aumentam e seus ativos acumulados representam uma parte significativa do PIB, os investimentos devem ser ainda mais diversificados. Quando as rigorosas restrições quantitativas aos investimentos forem relaxadas, será ainda mais importante adotar uma abordagem regulatória de “pessoa prudente” para a regulação, e implementar melhores práticas em termos de governança corporativa, de modo que as responsabilidades nas decisões de investimento sejam adequadamente definidas, e processos de tomada de

Figura 7.4 Taxa de retorno real dos fundos de pensão, 2004–14

Fonte: Cálculos próprios baseados na Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones (FIAP, 2015).

Notas: (1) para o Chile, fundo C; (2) para a Colômbia, fundo moderado; (3) para o México, média ponderada de SB1, SB2, SB3 e SB4; (4) para o Peru, fundo equilibrado.

decisão sejam estabelecidos e apoiados (OCDE, 2009). Além disso, a volatilidade potencialmente significativa das carteiras dos fundos de pensão — que pode ter impactos positivos em termos de retorno — poderia afetar os contribuintes que estão próximos da aposentadoria. Diferentes fundos com uma abordagem de ciclo de vida dos investimentos poderiam proporcionar uma melhor proteção aos futuros aposentados (Berstein, Fuentes e Villatoro, 2013). Essa estratégia foi adotada no Chile, na Colômbia, no México e no Peru.

Os custos de gestão também poderiam absorver recursos significativos. Assim, aumentar a eficiência poderia ser importante. Diferentes regimes previdenciários têm diferentes tipos e volumes de custos. Nos sistemas sob gestão privada, é possível ter-se alguma medida dos custos de gestão, mas mesmo nesse caso é difícil comparar custos entre países. As diferenças incluem as condições dos serviços prestados por cada país, a estrutura de comissões, os encargos explícitos e implícitos e a maturidade dos sistemas previdenciários.

Apesar dessas considerações, Ionescu e Robles (2014) calculam os pesos relativos dos custos de gestão — a porcentagem paga em comissões ao longo da vida de trabalho, ao final de um período de 20 ou 40 anos — em 37 países. Em geral, os encargos por serviços e comissões são significativos em todos os países da América Latina e do Caribe,

com uma média de 18% para a região⁵. No entanto, o seu peso relativo nos países fora da região é maior: 23% para um horizonte de 40 anos. Os custos são relevantes, mas variam significativamente entre os países. O impacto dos custos de gestão nas aposentadorias justificariam um esforço para promover a eficiência na gestão.

Vários países da região têm tentado aumentar a concorrência e reduzir os custos. Chile e Peru incorporaram com sucesso um processo de licitação que encaminha os trabalhadores que entram no mercado de trabalho às entidades gestoras de fundos de pensão com as comissões mais baixas. No Chile, os três processos de licitação diminuíram o peso relativo médio das comissões em quase 30% — de 16,4% em 2009 para 11,6% em dezembro de 2015. Outros países, dentre eles Colômbia, Costa Rica, El Salvador e República Dominicana adotaram tetos para as comissões. Nesses países, o valor efetivamente cobrado pelas entidades gestoras é equivalente ou muito próximo do máximo. É difícil para os reguladores fixar os tetos em um nível adequado, uma vez que isso limita a concorrência, e o teto pode acabar sendo alto demais ou baixo demais.

Produtos de aposentadoria e arranjos de seguros

Apesar dos retornos médios relativamente altos, um dos principais problemas dos sistemas de contribuição definida é que não estão proporcionando benefícios de aposentadoria reais para um grande número de trabalhadores. Parte da explicação reside na poupança muito baixa de muitos trabalhadores que entram e saem do mercado de trabalho e não podem fazer quaisquer contribuições durante longos períodos (ver capítulo 6). Se esses trabalhadores não têm direito a uma aposentadoria mínima ou outro subsídio, devem receber sua poupança como uma soma global única, como fazem 82% dos trabalhadores que atingem a idade de aposentadoria na Colômbia (Bosch et al., 2015), ou em parcelas mensais até que o seu financiamento se esgote, como ocorre no Chile.

Mesmo quando a poupança para a aposentadoria é suficiente, os sistemas de contribuição definida geralmente oferecem a opção, no momento da aposentadoria, entre retiradas graduais ou uma renda vitalícia. Assim, muitos aposentados não têm seguro de longevidade (Bodie, 1990)⁶. Para aqueles que podem escolher um produto de aposentadoria, apenas 60% dos beneficiários no Peru, 51% no Chile e 11% na Colômbia estão segurados contra o risco de longevidade (Berstein, Morales e Puente, 2015). No caso dos produtos de retirada gradual oferecidos

nos sistemas de contribuição definida na região, o benefício é calculado como autossseguro; a quantia retirada deverá durar o resto da vida do aposentado. Eventualmente, se a poupança não for suficiente e se a pessoa viver além do esperado, ou se os retornos forem inferiores ao previsto, a pessoa poderá acabar por exaurir toda a sua poupança antes de falecer. Por outro lado, as rendas vitalícias são produtos de seguros que envolvem um risco idiossincrático. O valor da pensão é fixado para toda a vida; os beneficiários recebem uma determinada quantia independentemente de quanto tempo viverem ou das flutuações das taxas de juros, ou mesmo, em alguns casos, das variações da inflação. Uma seguradora cobre esses riscos em troca de um prêmio (Milevsky, 2013).

Apesar dessas propriedades desejáveis, as rendas vitalícias apresentam desafios importantes em todo o mundo. Em geral, os mercados de renda vitalícia são pequenos e as rendas são caras. Informações assimétricas podem gerar altos custos, o que, por sua vez, implica que somente pessoas de alto risco comprariam o produto e fariam aumentar ainda mais os custos (Finkelstein e Poterba, 2004). Os regimes de repartição/benefícios definidos evitam esse problema, porque a entidade promotora do plano assume o risco de longevidade. No entanto, em sistemas com anuitização obrigatória, os incentivos para contribuir poderiam ser menores, uma vez que os contribuintes têm menor probabilidade de receber de volta o que contribuíram durante sua vida ativa (Milevsky, 2015). A anuitização parcial ou diferida poderia contribuir para a consecução do objetivo do seguro de longevidade de uma forma mais eficaz (OCDE, 2012; Berstein, Morales e Puente, 2015).

Outra característica que distingue os sistemas de contribuição definida é o fato de que um contribuinte sempre receberá o saldo acumulado atuarial na forma de pensão ou de uma soma global, se o saldo for muito pequeno. Isso difere dos sistemas de repartição/benefícios definidos, nos quais uma pessoa que contribuiu durante poucos períodos, ou que deixou de cumprir outros requisitos, não recebe um benefício, ou recebe apenas um reembolso do montante pago ajustado pela inflação. A desvantagem desses pagamentos na forma de soma global é que eles não fornecem o montante de recursos necessário para um seguro de longevidade, mas podem tornar-se atraentes, porque parecem grandes em comparação com o pagamento de uma pensão mensal vitalícia. Mesmo que a pensão implique um subsídio significativo (devido às garantias mínimas existentes em alguns regimes de contribuição definida), algumas pessoas estão dispostas a optar por receber uma soma global única⁷.

O aumento da longevidade afetará os sistemas de contribuição definida, em particular o nível das aposentadorias e sua forma de financiamento. O aumento da esperança de vida é certamente uma boa notícia, mas reduziu significativamente uma fonte essencial de financiamento previdenciário do passado: os créditos de mortalidade, que são os fundos não gastos que permanecem no sistema quando alguém morre. A probabilidade de atingir a idade de aposentadoria — que continua a ser de 60 anos em muitos países — eleva-se a mais de 90% em muitos países. Assim, a maioria das pessoas necessitará de um benefício de aposentadoria e receberá pagamentos durante mais anos do que no início dos anos 1930. Após os 80 ou 85 anos, a probabilidade de viver um ano a mais diminui, e continua a diminuir rapidamente à medida que a pessoa envelhece (ver quadro 7.3). Portanto, nas idades além desse limite, um fundo comum de risco continua a ser uma fonte

QUADRO 7.3. FINANCIAMENTO PREVIDENCIÁRIO: CRÉDITOS POR MORTALIDADE

No início da década de 1930, quando foram lançados programas de aposentadoria como o sistema de seguridade social dos Estados Unidos, a probabilidade de chegar aos 60 anos de idade — a idade normal de aposentadoria em muitos países à época — era extremamente baixa. A esperança de vida ao nascer nos países europeus era de cerca de 60 anos, e significativamente mais baixa na América Latina e no Caribe. Portanto, quando os sistemas previdenciários surgiram ao redor do mundo, os regimes assemelhavam-se a um produto de seguro. Cada trabalhador pagava um prêmio de seguro durante sua vida ativa. No caso improvável de que a pessoa atingisse a idade de aposentadoria, o benefício substituiria a renda do trabalho até a sua morte. O período médio de aposentadoria para os poucos que atingiam a idade de 60 anos era de 13 ou 14 anos. Assim, as contribuições pagas por vários trabalhadores poderiam financiar as pensões de um pequeno número de aposentados. Uma importante fonte de fundos era constituída pelos créditos por mortalidade: contribuições pagas por membros que faleciam antes que pudessem receber tudo o que tinham pago ao sistema. Isso é o que geralmente acontece com o seguro. A seguradora cobrirá um risco, mas não acabará pagando um benefício a todos os que pagaram um prêmio. Essa é a essência de um fundo comum de risco, ou seja, uma forma eficiente de cobrir um risco.

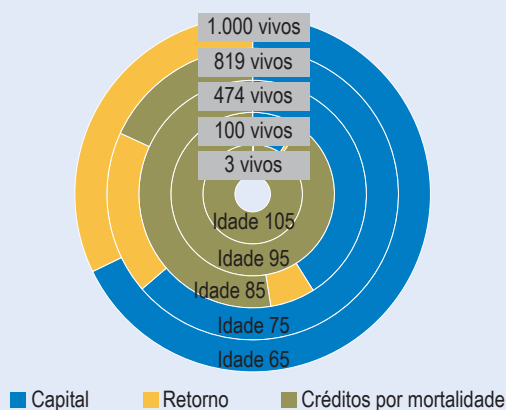
Os créditos por mortalidade são uma fonte de financiamento previdenciário, dada a probabilidade decrescente de viver à medida que uma pessoa envelhece. Aqueles que sobrevivem mais tempo se beneficiam dos recursos daqueles que faleceram. Esse é basicamente um fundo comum de risco e uma forma de aproveitar o evento desconhecido de quem sobreviverá por mais

(continua na página seguinte)

QUADRO 7.3. (continuação)

tempo. A figura B7.2 mostra um pagamento de renda vitalícia no Chile que começa aos 65 anos, e as fontes de financiamento correspondentes ao longo do tempo. Os créditos por mortalidade se tornaram a fonte mais significativa após os 85 anos de idade. Nesse exemplo, os créditos de mortalidade de 1.000 pessoas vivas aos 65 anos financiariam as pensões de três dessas pessoas que sobrevivem até os 105 anos, no mesmo nível das pensões que recebiam aos 65 anos, porque estão sendo usados os recursos dos que não sobreviveram.

Figura B7.2 Fontes de financiamento para uma renda vitalícia no Chile para aposentados entre 65 e 105 anos



Fonte: Cálculos próprios.

importante de financiamento dos benefícios, como o foi para as idades de 60 ou mais na década de 1930. Portanto, a poupança é necessária para financiar um evento de aposentadoria muito provável e, nessa fase, ter seguro para um prazo muito longo torna-se algo valioso. Aproveitar os créditos de mortalidade dos idosos também poderia ser uma importante fonte de financiamento de aposentadorias, principalmente na velhice mais avançada. Esse é o componente de seguro, pelo menos para os muito idosos.

Em geral, para os sistemas de contribuição definida o aumento da longevidade significa que uma parcela maior das aposentadorias terá de ser financiada pela poupança (acumulação e retornos), em vez de por créditos de mortalidade. Se a alíquota de contribuição e a idade de aposentadoria permanecerem inalteradas, o valor das aposentadorias será menor.

Alfabetização financeira, legitimidade e confiança

A falta de conhecimento financeiro na região está minando a confiança nos sistemas previdenciários. Em geral, as pessoas não esperam viver tanto quanto projetam os índices de esperança de vida e, portanto, nem sempre preveem a necessidade de poupança suficiente para a sua velhice. Além disso, muitas pessoas na região acreditam que o Estado deve, em última análise, ser responsável por financiar as pensões de aposentadoria. Devido a essas ideias, as pessoas têm dificuldade para entender os custos totais envolvidos nessas pensões e as consequências da volatilidade de curto prazo dos retornos. As autoridades supervisoras em várias jurisdições, não apenas na região mas em todo o mundo, estão trabalhando arduamente para melhorar a alfabetização financeira (ver IOPS, 2011).

Quando os sistemas previdenciários de contribuição definida foram lançados, a necessidade de alfabetização financeira previdenciária não era suficientemente reconhecida. No Chile, por exemplo, uma pesquisa realizada em 2002 — cerca de 21 anos após a reforma de 1981 — constatou que 78,4% dos entrevistados não sabiam como sua pensão de aposentadoria era determinada. Entre os que declararam saber, 34% achavam que dependia do salário do seu último ano. A alfabetização financeira não variava muito entre os grupos etários. Foi somente em 2005 que o órgão regulador passou a exigir que as entidades gestoras de fundos de pensão enviassem aos clientes as projeções de pensões de aposentadoria, para que estes ficassem mais bem informados e tomassem medidas tempestivas para melhorar suas pensões. Mesmo em 2009, quase 30 anos após a reforma, a pesquisa de Proteção Social mostrou que a maioria dos trabalhadores não sabia com quanto havia contribuído para a sua aposentadoria. Quase 75% das pessoas com ensino primário e 50% com curso superior desconheciam as alíquotas de contribuição previdenciária. Dos que declararam conhecer, menos de 10% em qualquer nível educacional deu a resposta correta sobre a alíquota de contribuição.

Esforços têm sido feitos para promover o conhecimento financeiro no Chile, na Costa Rica, no México e na República Dominicana, entre outros países. No Chile, pouco depois de as entidades gestoras de fundos começarem a enviar aos seus clientes as projeções de poupança, estes começaram a poupar mais (ver Fajnzyblber, Plaza e Reyes, 2009; Miranda Pinto, 2013). O México criou uma Estratégia de Educação Financeira e Previdenciária de cinco anos (2013-18). O regulador de pensões

de aposentadoria no México (Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro, CONSAR) redesenhou a declaração periódica dos saldos de pensões para facilitar seu entendimento, lançou um novo site na Internet e, como no Chile, começou a emitir projeções individualizadas das aposentadorias. Costa Rica e República Dominicana estão adotando medidas semelhantes.

A falta de compreensão geral e de envolvimento dos contribuintes impede a concorrência de desempenhar o papel que deveria para promover disciplina de mercado. Muitos contribuintes não são conscientes das diferenças de preços ou retornos entre as entidades gestoras de fundos de pensão, o que poderia ter um enorme impacto no seu retorno. De fato, a maioria das pessoas sequer sabe o quanto lhes é cobrado. No Chile, o primeiro país a implantar um sistema privado na região, 93% dos clientes em 2002 desconheciam o valor da comissão que lhes era cobrada⁸. Nesse cenário, os agentes de vendas desempenham um papel fundamental. Berstein e Cabrita (2007) constataram que os trabalhadores não mudam por conta própria para entidades gestoras de custo mais baixo, mas o fazem se assim aconselhados por um agente de vendas. Isso impõe um custo a essa indústria.

Regulação e supervisão adequadas

Em um sistema de contribuição definida, as decisões individuais têm um impacto no valor final da pensão de aposentadoria. Boas decisões requerem informações e ferramentas adequadas, mas também uma regulação que reduza os riscos. Uma vez que esses sistemas são geridos pelo setor privado, um dos principais papéis do governo é criar confiança no sistema por meio de regulação e supervisão adequadas para mitigar riscos excessivos.

Nos sistemas em que as pessoas podem escolher seus próprios investimentos, as alternativas com base nas quais os trabalhadores podem escolher poderiam implicar riscos significativos. Por exemplo, o Chile tem cinco fundos diferentes. No fundo mais arriscado, o Fundo A, até 80% podem ser investidos em renda variável; no fundo mais conservador, o Fundo E, essa porcentagem cai para até 5%. Há três fundos entre esses dois extremos (Fundos B, C e D), que reduzem progressivamente a exposição à renda variável com a idade de 60% para 20%, seguindo uma abordagem de ciclo de vida como estratégia padrão. Esses fundos atuam como opções automáticas. O Fundo A não está disponível para

os trabalhadores que estão perto da aposentadoria, e os Fundos A e B não são permitidos uma vez que os participantes estejam aposentados. No entanto, não há restrições para migrar de um fundo para outro. Portanto, os contribuintes que estiverem perto da aposentadoria podem migrar do Fundo E para o B e vice-versa, à medida em que tentam mitigar os déficits e maximizar o retorno; isso também poderia aumentar o risco, exatamente quando não podem se permitir perdas.

Colômbia, México e Peru também oferecem opções de fundos, mas com menos alternativas e mais restrições à migração. Cada país tem um padrão diferente. Qual é o padrão adequado? Quantas alternativas devem ser oferecidas? Quanta liberdade deve ser dada aos indivíduos? Todas essas são perguntas que os sistemas de contribuição definida precisam responder.

Independentemente da estrutura regulatória, a supervisão deve ser eficiente e eficaz. Uma abordagem de supervisão baseada no risco permite que os recursos sejam alocados de forma eficaz, evita problemas que teriam impacto nos beneficiários e melhora proativamente o desempenho da indústria previdenciária. Supervisores de diferentes jurisdições de países membros e não membros da OCDE acordaram 10 princípios para orientar a supervisão adequada dos fundos de pensão. Estes são comuns a diferentes sistemas previdenciários e se aplicam a sistemas tanto privados como públicos (IOPS, 2010).

Recomendações

A migração de um sistema de repartição/benefícios definidos para um sistema de contribuição definida não aumenta necessariamente nem a cobertura nem a poupança. Na América Latina e no Caribe, a cobertura insuficiente continua sendo um enorme problema. Outras medidas devem ser tomadas para que os países possam financiar o envelhecimento da sua população no longo prazo. Algumas recomendações gerais para melhorar os sistemas de contribuição definida são descritas a seguir.

- *Encontrar maneiras de aumentar os retornos e reduzir os custos administrativos.*

A regulação deve ser dinâmica e considerar reformas dos mercados de capitais que permitam que os fundos de pensão sejam investidos de forma a impulsionar o crescimento do país. Uma melhor governança corporativa para assegurar boas decisões de

investimento também é importante; isso pode fortalecer o setor financeiro em geral. À medida que os sistemas previdenciários amadurecem, o investimento no exterior oferece aos países uma alternativa para obter uma diversificação adequada. Os países da região têm tentado controlar os custos; o impacto desses esforços deve ser avaliado, e mais inovações poderão ser necessárias.

- *Repensar os parâmetros e os produtos de aposentadoria.*

À medida que as pessoas vivem mais, o nível das pensões de aposentadoria diminuirá se a idade de aposentadoria permanecer a mesma. Portanto, será preciso aumentar a poupança de aposentadoria, ou então a idade de aposentadoria. Os produtos de aposentadoria devem ser coerentes com o objetivo principal de um sistema previdenciário, que é proporcionar segurança de renda durante a aposentadoria. Em alguns casos, poderá ser preciso combinar os pilares contributivos e não contributivos a fim de oferecer uma proteção sustentável. Para os contribuintes que pouparam o suficiente, as opções de somas globais únicas e retiradas programadas não oferecem uma proteção da longevidade no longo prazo e não aproveitam os créditos de mortalidade como fonte de financiamento. Portanto, é preciso desenvolver os mercados de renda vitalícia, e outras modalidades de seguro de longevidade poderiam ser exploradas para combinar poupança e seguro como um apoio eficaz à velhice.

- *Oferecer informações concretas e educação financeira aos participantes.*

Informação e educação são ferramentas importantes para que os trabalhadores possam gerenciar suas futuras pensões de aposentadoria. As entidades gestoras de fundos de pensão deveriam aconselhar os contribuintes durante sua vida ativa, enquanto estes têm tempo e oportunidades para aumentar e melhorar os retornos de suas poupanças de aposentadoria. As entidades gestoras devem agir no melhor interesse dos seus clientes e comunicar-se com eles de forma tempestiva.

- *Melhorar a regulação e a supervisão para mitigar riscos e promover pensões adequadas.*

A regulação e a supervisão devem ser reforçadas e constantemente revistas. A regulação deve abordar as alternativas e opções disponíveis nos sistemas de contribuição definida. Padrões apropriados devem ser postos em prática para aqueles participantes

de fundos de pensão que não querem ou não têm conhecimentos suficientes para tomar decisões. A estratégia-padrão para investimento que considere um ciclo de vida com menos exposição ao risco à medida que o trabalhador envelhece tem se mostrado adequada (Berstein, Fuentes e Villatoro, 2013). Os padrões podem também considerar um produto específico de aposentadoria no momento da aposentadoria, ou outras decisões que devam ser tomadas durante o tempo de vida de um cliente.

As autoridades supervisoras da previdência devem ser orientadas pelos Princípios de supervisão da previdência privada (IOPS, 2010). Melhores práticas precisam ser analisadas e aplicadas. É fundamental prevenir eventos que possam comprometer a confiança nos sistemas previdenciários. Infelizmente, os problemas são inevitáveis. Portanto, os supervisores devem ter autoridade e poder para adotar medidas apropriadas quando necessário, incluindo impor sanções às entidades gestoras de fundos de pensão.

- *Promover a poupança voluntária.*

A forma como os sistemas são concebidos pode afetar significativamente os resultados. A participação automática mostrou-se eficaz na Nova Zelândia, no Reino Unido e nos Estados Unidos. Esses mecanismos poderiam ajudar os trabalhadores a contribuir menos durante os períodos em que o dinheiro está muito curto. Muitos países africanos estão adotando a tecnologia de telefonia móvel para facilitar contribuições voluntárias. Aspectos dessas experiências podem ser aplicáveis à América Latina e ao Caribe.

Quando tudo mais falha: previdência não contributiva

Reformar os sistemas previdenciários obrigatórios atuais não será suficiente. Uma maior participação nos sistemas previdenciários é indispensável na preparação para a transição demográfica. No entanto, para que a cobertura seja adequada, a previdência não contributiva pode ser inevitavelmente parte da resposta. Esta deve ser cuidadosamente concebida, de modo a não ameaçar a sustentabilidade dos benefícios.

Por que tão poucas pessoas na região contribuem para os sistemas previdenciários? O consenso aponta para uma combinação de pelo menos quatro fatores⁹. Em primeiro lugar, os empregos não são suficientemente

produtivos para arcar com os custos de todo o pacote de benefícios formais (que devem cobrir não só as pensões de aposentadoria, mas também a atenção à saúde, regulações e custos de demissões, entre outros aspectos). Em segundo lugar, os trabalhadores não valorizam as contribuições previdenciárias e tentam evitá-las. Em terceiro lugar, as empresas tentam evitar o pagamento de contribuições porque a fiscalização é negligente. Em quarto lugar, uma parcela significativa dos trabalhadores da região é autônoma (cerca de um terço da força de trabalho da região e até 70% em alguns países); para os trabalhadores independentes, a contribuição previdenciária é voluntária ou de difícil aplicação¹⁰.

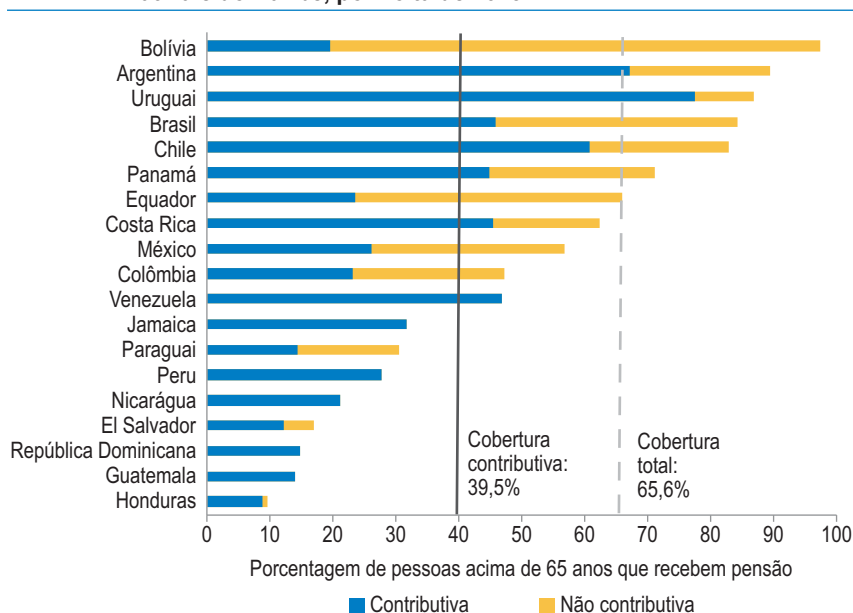
Em resposta ao fracasso dos sistemas previdenciários contributivos em proporcionar uma cobertura adequada, a assim chamada previdência não contributiva tem se tornado cada vez mais popular. Esse tipo de proteção social não se baseia em contribuições, mas sim em critérios de elegibilidade, tais como idade, renda, ou área de residência. É financiada principalmente por impostos gerais (embora em alguns países como a Colômbia seja financiada por meio de contribuições solidárias).

A previdência não contributiva equivale a um sistema de repartição/benefícios definidos, sem contribuições diretas do beneficiário. Assim, também estará sujeita às pressões da transição demográfica e às considerações de sustentabilidade fiscal discutidas nas seções anteriores.

Esse tipo de regime não é novo. A maioria dos países avançados oferece algum tipo de assistência previdenciária para aliviar a pobreza na velhice, independentemente de as pessoas contribuírem para o sistema. Na região, sua importância está crescendo à medida que se torna a principal ferramenta para ampliar a cobertura nas duas últimas décadas. Hoje, a previdência não contributiva responde por um terço da cobertura previdenciária na região. Em vários países, mais pessoas recebem pensões não contributivas do que contributivas (figura 7.5).

Talvez o desafio mais importante seja como financiar essas pensões sem gerar distorções maiores nos sistemas de contribuição obrigatória. Atualmente, o desenho e a extensão desses sistemas variam consideravelmente na região. Alguns países, como a Bolívia, optaram por programas universais. Outros criaram programas relativamente modestos baseados na renda, voltados para os mais pobres. A generosidade dos benefícios também varia significativamente — de muito baixa (entre 5% e 7% da renda per capita) na Colômbia, no México, no Panamá e no Peru, a programas generosos (cerca de 30% da renda per capita) na Argentina, no Brasil, no Paraguai e em Trinidad e Tobago.

Figura 7.5 Cobertura contributiva e não contributiva em 19 países da América Latina e do Caribe, por volta de 2013



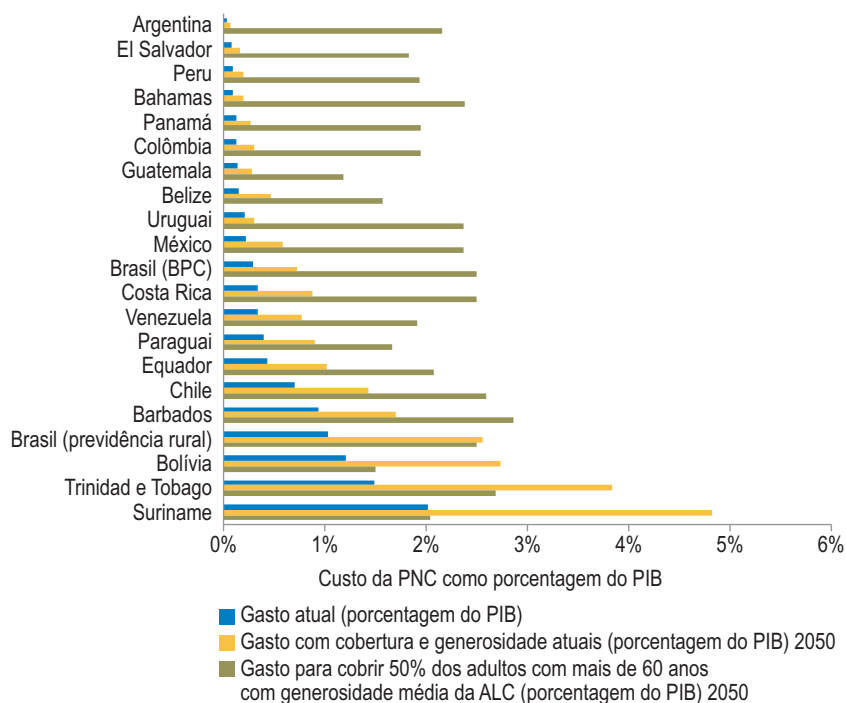
Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados do Sistema de Indicadores de Mercados de Trabalho e Seguridade Social do BID.

Nota: A divisão entre previdência contributiva e não contributiva na Argentina, no Brasil e no Uruguai foi obtida dividindo-se o número de beneficiários desses programas pelo número de adultos acima de 65 anos. Essa poderia ser uma medida imperfeita em países onde o beneficiário pode começar a receber pensão de aposentadoria numa idade menos avançada.

A escolha do desenho será crucial para garantir cobertura e sustentabilidade fiscal. Hoje, as pensões não contributivas com a maior cobertura custam entre 0,7% e 1% do PIB. Esse custo mais do que duplicará até 2050 se a generosidade e a cobertura permanecerem constantes, apenas para responder às mudanças demográficas. Se os programas tivessem de fornecer benefícios a adultos com 60 anos de idade ou mais no nível médio da região (17% da renda per capita, que é um pouco acima da pensão da linha de pobreza em muitos países), o custo em 2050 seria de 2% a 3% do PIB (figura 7.6). Essas pensões são absolutamente necessárias para aumentar a cobertura. Mas em um mundo em processo de envelhecimento, absorverão recursos cada vez mais preciosos. Os países devem repensar formas de financiá-las.

Também é importante levar em conta os possíveis efeitos das pensões não contributivas nos incentivos para poupar. As decisões familiares estão mudando com a chegada das pensões não

Figura 7.6 Custos fiscais atuais e futuros da previdência não contributiva na América Latina e no Caribe, 2015–50



Fonte: Elaboração própria baseada em HelpAge Internacional (2015) e cálculos próprios.

contributivas. O surgimento dessas pensões gerou algumas evidências muito relevantes na forma como indivíduos e famílias reagem às mudanças nos benefícios (ver quadro 7.4). As pensões não contributivas reduzem as taxas de participação dos beneficiários nos sistemas contributivos e, em alguns casos, a sua poupança. Também reduzem as transferências que as famílias beneficiárias recebem de outros familiares. Juárez (2009) conclui que para cada peso que o governo destina a um adulto idoso na Cidade do México, as transferências privadas caem 87 centavos.

Recomendações

Aumentar a participação nos sistemas previdenciários obrigatórios exigirá uma abordagem integrada que enfrente as muitas causas da informalidade do trabalho. No entanto, aumentar a cobertura sem tratar

QUADRO 7.4. POUPANÇA FAMILIAR E PREVIDÊNCIA NÃO CONTRIBUTIVA

Na última década, a reforma mais radical no mundo da previdência na América Latina foi relativamente silenciosa. Os programas de previdência não contributiva (PNC) hoje fornecem cobertura a mais de 25% dos idosos. Esses programas melhoraram consideravelmente o bem-estar de adultos idosos em alguns casos (Galiani, Gertler e Bando, 2014). No entanto, há a preocupação de que a PNC possa reduzir a necessidade de poupança precaucionária e, assim, alterar os incentivos para trabalhar mais tempo ou contribuir para a previdência, mesmo à medida em que geram aumentos do consumo e alteram as decisões de poupança, de forma muito semelhante às pensões mínimas (Jiménez-Martín, 2014). Até agora, há ampla evidência de que a PNC facilita a aposentadoria na região (Bosch, Melguizo e Pagés, 2013), mas em alguns casos as contribuições para o sistema obrigatório diminuíram (Bosch e Oliveri, 2015).

O impacto da PNC na poupança é muito menos estudado e a evidência é diversa. Na Argentina e no México, os beneficiários de PNC pouparam menos (entre 3% e 4%) depois que as pensões não contributivas foram ampliadas (González-Rozada e Ruffo, 2015). No entanto, na Bolívia, alguns segmentos específicos da população (isto é, homens em relação a mulheres) aumentaram a poupança familiar (Hernani-Limarino e Mena, 2015). No México, nenhum efeito significativo foi detectado quando os programas federais e estaduais de PNC foram analisados (Alonso, Amuedo-Dorante e Juárez, 2015).

dos problemas descritos nos capítulos anteriores poderia agravar os problemas de adequação, redistribuição e sustentabilidade.

As pensões não contributivas serão uma ferramenta essencial para prevenir a pobreza na velhice e redistribuir recursos aos mais necessitados na região. São necessárias para aumentar a cobertura e reduzir as desigualdades no sistema previdenciário. No entanto, não são a solução em face da mudança demográfica, particularmente se forem destinadas a algo mais do que a redução da pobreza (Holzmann e Hinz, 2005). A concepção e a implementação das pensões não contributivas podem ser aprimoradas em três áreas básicas: instituições, incentivos e financiamento.

- *Instituições*

Construir instituições apropriadas e integrá-las plenamente ao sistema previdenciário. Em alguns casos, isso exigiria repensar as instituições que gerenciam a entrega de fundos e monitoram a sustentabilidade fiscal dos sistemas, bem como ajustar a generosidade dos benefícios e a idade de elegibilidade para abordar

a redução da pobreza e tornar essas instituições sustentáveis em termos fiscais.

- *Incentivos*

As pensões contributivas e não contributivas deveriam servir a um propósito comum, e a interação entre ambas deve ser considerada de forma explícita, principalmente no que se refere a incentivos. A concorrência entre elas deve ser evitada, por exemplo, permitindo que as pensões não contributivas sejam combinadas com os benefícios contributivos, para que se complementem mutuamente. Condicionar a elegibilidade das pensões não contributivas apenas àqueles que não têm um benefício contributivo poderia gerar mais distorções no sistema previdenciário.

- *Financiamento*

É preciso encontrar formas apropriadas para financiar o sistema. As pensões não contributivas são em grande parte financiadas pelas receitas fiscais. À medida que as despesas aumentarem no futuro, serão necessárias fontes complementares de financiamento.

As pensões importam

O déficit previdenciário (já) é essencialmente um déficit de poupança. A cobertura previdenciária é muito baixa, as famílias não estão poupando o suficiente para a aposentadoria, e alguns dos que já estão aposentados não estão recebendo pensões adequadas. À medida que a região avança na sua transição demográfica, a situação tende a se agravar. Reformas importantes são necessárias e devem ser subsidiadas por uma reflexão profunda sobre os objetivos essenciais dos sistemas previdenciários e a melhor forma de financiá-los. Os países com sistemas de repartição/benefícios definidos precisam criar fundos de poupança (acumulando o excesso de contribuições), enquanto o número de aposentados ainda é baixo em comparação com a população em idade ativa, e colocar em prática mecanismos para se adaptar à transição demográfica. Às vezes, isso implicará decisões difíceis sobre condições de aposentadoria. Nos países que migraram — ou estão planejando migrar — para sistemas de contribuição definida baseados em contas individuais, há uma série de questões pendentes que colocam em dúvida a capacidade desses sistemas para proporcionar pensões adequadas. Segurar os participantes

contra riscos, aumentar os retornos da poupança e melhorar a confiança nesses sistemas são requisitos primordiais. Evidentemente, a cobertura é — e será — uma das principais preocupações em todos os sistemas. A importância dos sistemas previdenciários só tende a aumentar em um mundo em processo de envelhecimento. O desenho adequado, implementado tempestivamente, poderia fazer a diferença.

Aumentar a poupança de aposentadoria é um passo necessário para resolver o déficit de poupança da região, mas não é suficiente. À medida que a população envelhecer, será necessário desafiar as forças demográficas e aumentar os retornos para poder proporcionar mais com menos. No caso da previdência, como acontece com outras formas de poupança, a região precisa de mais e melhor poupança. No caso da previdência, “melhor” significa que as poupanças acumuladas devem ser bem investidas, gerar os maiores retornos possíveis para os aposentados e aumentar a produtividade e o crescimento da economia. Essa não é uma tarefa fácil, mas é um passo importante. É responsabilidade dos reguladores e de outros formuladores de políticas garantir uma regulação e uma supervisão adequadas para incentivar uma melhor poupança de aposentadoria.

Notas

- ¹ Esse exercício usa o gasto previdenciário extraído de pesquisas domiciliares.
- ² Em 2100, as pensões poderiam chegar a quase 50% do PIB se o Brasil mantiver o mesmo gasto previdenciário per capita.
- ³ Ver Bosch et al. (2015) para o caso da Colômbia.
- ⁴ O ITG é composto por dois sub-índices, a saber, o Índice de Transparência (IT) e o Índice de Governança (IG). O primeiro inclui cinco elementos: sites da Internet, relatório anual, comunicação, integralidade da informação e nome da pessoa responsável. Esse último é composto por seis elementos: órgão administrativo, seleção e nomeação, controle externo, comitê de investimentos, especialistas de mercado e código de conduta (ver Musalem e Souto [2009] para uma descrição detalhada de cada um desses componentes). Os dados usados são de 2007.
- ⁵ As comissões sobre os ativos totais finais representam uma parte maior do fundo quando a estrutura de comissões é uma porcentagem anual do fundo e um período mais longo é considerado. Isso porque, quando o gestor do fundo de pensão cobra a mesma comissão anual pelos ativos sob gestão e os ativos acumulados são maiores, o montante total torna-se muito significativo. Poderia esperar-se razoavelmente que essas comissões diminuam ao longo do tempo. Essa análise supõe que sejam constantes.
- ⁶ O risco de longevidade cobre um trabalhador/segurado que vive mais tempo do que o esperado e corre o risco de esgotar os recursos acumulados.
- ⁷ Bosch et al. (2015) descrevem essa situação na Colômbia.
- ⁸ Subsecretaria de Previdência Social (2002).
- ⁹ Ver Rofman e Oliveri (2012); Bosch, Melguizo e Pagés (2013).
- ¹⁰ Para uma análise mais detalhada, ver Bosch, Melguizo e Pagés (2013) e Alaimo et al. (2015).



Como o governo pode poupar mais e melhor

Para aumentar a poupança interna, é preciso que todos colaborem, inclusive o governo. Tradicionalmente, o foco das políticas para aumentar a poupança pública tem sido aumentar impostos ou cortar gastos — ou ambos. No entanto, na América Latina e no Caribe, hoje, a estratégia dupla é, em grande parte, inviável. A queda dos preços das *commodities*, o aumento das taxas de juros e uma recessão global prolongada se traduziram em deterioração das contas fiscais e externas e em crescimento baixo — ou nulo — para grande parte da região. Pedir às pessoas e empresas que contribuam mais em impostos e recebam menos em serviços públicos seria colocar sal nas feridas dessas economias fragilizadas. No entanto, o governo pode poupar de outras formas. Essencialmente, a ideia é que o governo gaste melhor, a fim de poupar mais.

Os governos, como os indivíduos, poupam adiando o consumo. A poupança pública é a parte da poupança interna que está sob o controle direto dos governos. A contribuição da poupança pública para a poupança total varia conforme o país e a região. Na América Latina e no Caribe, o setor público contribui com cerca de 15% para a poupança interna total — aproximadamente 3 pontos percentuais do PIB — em média. Isso coloca a região aproximadamente a meio caminho entre a Ásia emergente — onde a poupança pública é de cerca de 23% da poupança interna (8% do PIB) — e as economias avançadas, onde a poupança pública responde por aproximadamente 7% da poupança interna (1,5% do PIB) (ver capítulo 2).

A poupança pública é a receita total do governo menos o seu consumo. É importante ressaltar que nem todo gasto público é consumo. Os gastos do governo podem ser divididos em despesas correntes e despesas de capital. As despesas correntes incluem os salários dos servidores públicos, as transferências correntes feitas pelo governo (por exemplo, para pagar programas sociais e subsídios) e os gastos do governo para prestar serviços públicos como educação, saúde e segurança. As

despesas correntes são o consumo do governo. Por sua vez, as despesas de capital (investimento público) são os recursos reais que os governos usam para construir o estoque de capital de um país; um exemplo de despesas de capital são os investimentos em infraestrutura. As despesas de capital fazem parte do investimento de um país e não do seu consumo. Portanto, fazem parte da poupança pública (a receita do governo que não é usada para o consumo corrente).

Aumentar a poupança pública na região é necessário para fortalecer a sustentabilidade fiscal e apoiar o crescimento no longo prazo. O crescimento mais lento dos países industrializados e a queda dos preços das *commodities* foram um golpe para o desempenho econômico da região e provocaram um aumento de déficits fiscais estruturais a partir de 2009. Em muitos países, é preciso aumentar a poupança pública para garantir a solvência fiscal.

Há três maneiras de gerar poupança pública: aumentar a receita do governo, reduzir as despesas correntes ou aumentar as despesas de capital. Quando se trata de aumentar a receita do governo, as opções de políticas são limitadas, especialmente na América Latina e no Caribe. A maior parte das receitas dos governos provém da arrecadação de impostos. Na América Latina, aumentar impostos para impulsionar a poupança pública não é uma opção fácil em muitos países, seja porque a pressão fiscal já é alta, ou porque muitos países já realizaram reformas fiscais, o que torna o aumento de impostos politicamente difícil¹.

Além das dificuldades práticas de aumentar impostos, as políticas fiscais podem ter implicações significativas para a poupança, que vão além do aumento da receita do governo (ver quadro 8.1). Em particular, os impostos podem distorcer os incentivos para a poupança privada. Portanto, embora acrescentem recursos aos cofres públicos, podem ter pouco efeito na poupança total se deprimirem a poupança familiar e empresarial. O princípio orientador da política fiscal no que se refere à poupança é criar um sistema fiscal que evite prejudicar os incentivos à poupança de pessoas físicas e jurídicas, que são as maiores fontes de poupança na economia (ver capítulo 1).

As medidas para controlar o gasto público oferecem mais espaço para aumentar a poupança pública. Evidentemente, cortar gastos não é uma medida fácil ou popular na maioria dos contextos. No entanto, este capítulo concentra-se em duas alavancas poderosas que os governos têm à sua disposição para aumentar a poupança pública, sem necessariamente cortar gastos em todas as rubricas. A primeira é mudar a

QUADRO 8.1. O EFEITO DOS IMPOSTOS NA POUPANÇA

Os impostos têm um impacto negativo direto na poupança privada, pois reduzem a renda disponível das famílias e das empresas que pagam impostos. Ao mesmo tempo, os impostos têm um impacto direto positivo na poupança pública, uma vez que são a principal fonte de receita do governo. Em comparação com outras regiões, a América Latina e o Caribe têm uma carga tributária relativamente alta para os contribuintes que cumprem, mas arrecadação tributária relativamente baixa na média (como porcentagem do PIB)^a.

Os impostos afetam as decisões de poupança privada e a composição da poupança, por meio de uma série de canais. O imposto de renda desestimula a poupança privada, tributando tanto a renda da qual se origina a poupança, como o retorno da poupança (juros e dividendos). Em contrapartida, os impostos indiretos (por exemplo, o imposto sobre o valor agregado) são menos prejudiciais para a poupança pessoal porque não distorcem a taxa de retorno da poupança — desde que as alíquotas tributárias permaneçam constantes ao longo do tempo.

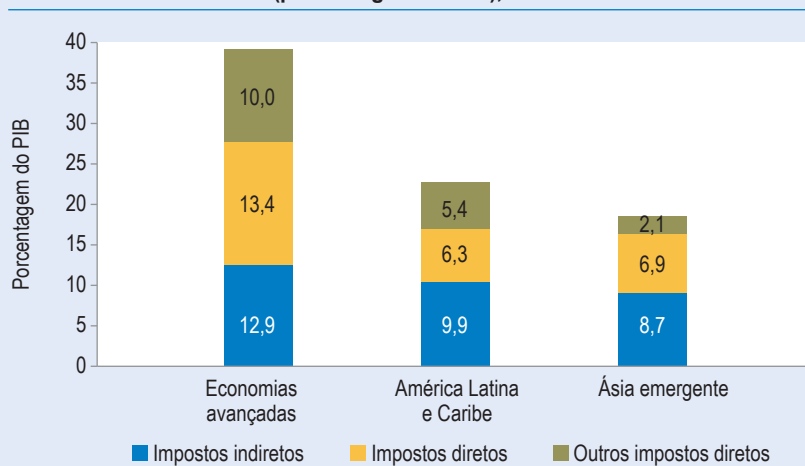
A região da América Latina e do Caribe obtém uma parcela maior da sua receita fiscal dos impostos indiretos (“amigos da poupança”) do que dos impostos diretos sobre a renda (“inimigos da poupança”). A contribuição dos impostos indiretos para a receita total na América Latina e no Caribe (46% da receita total) e na Ásia emergente (49% da receita total) é maior do que nas economias avançadas (35,5% da receita total). A contribuição dos impostos diretos puros na América Latina (29% da receita) é menor do que na Ásia emergente e nas economias avançadas (39% e 37% da receita total, respectivamente) (figura B8.1).

No entanto, na prática, determinar quem paga imposto de renda e, portanto, conhecer a estrutura dos impostos diretos, é importante para a poupança. Nesse aspecto, a América Latina penaliza a poupança mais do que outras regiões. A América Latina e o Caribe e a Ásia emergente obtém uma parcela relativamente maior da arrecadação do imposto de renda da pessoa jurídica (IRPJ) do que do imposto de renda da pessoa física (IRPF) (figura B8.2). A maior dependência do imposto de renda da pessoa jurídica penaliza a poupança. As empresas geram a maior parte da poupança privada na economia (ver capítulo 2). Assim, tributar os lucros das empresas significa tributar diretamente a principal fonte de poupança. Há mais evidências empíricas robustas de que as mudanças no imposto de renda da pessoa jurídica afetam a poupança empresarial, do que de que o imposto de renda da pessoa física prejudica a poupança familiar^b. No Chile, por exemplo, as reformas que

^a O país “médio” esconde a diversidade entre os países. Alguns países como Guatemala e México têm um baixo esforço tributário, enquanto outros, como Argentina, Brasil e Uruguai têm um esforço tributário elevado, próximo ao das economias avançadas.

^b Ver Callen e Thimann (1997); Djankov et al. (2010); Corbacho, Fretes Cibils e Lora (2013); Cerda et al. (2015).

(continua na página seguinte)

QUADRO 8.1. (continuação)**Figura B8.1** Arrecadação de impostos diretos, indiretos e outras taxas diretas (porcentagem do PIB), 2012

Fonte: Base de dados fiscais BID-CIAT e *Perspectivas da Economia Mundial*, FMI.

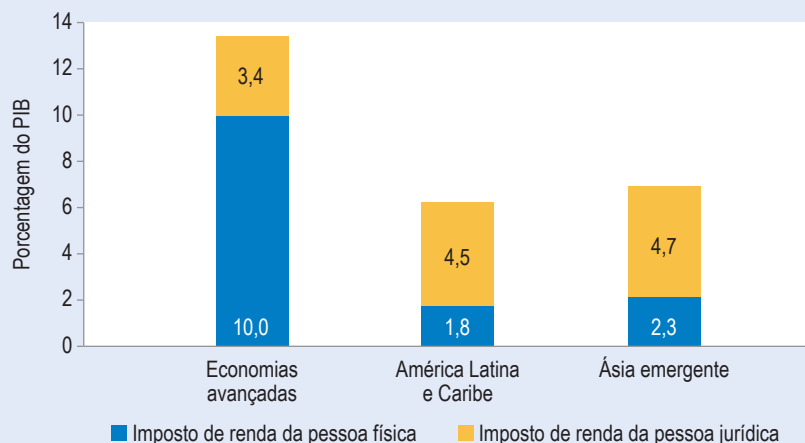
Nota: Outros impostos diretos incluem impostos sobre a folha de pagamento, impostos comerciais, impostos prediais e impostos sobre transações financeiras.

reduziram o imposto de renda corporativo em meados dos anos 1980, geraram um aumento de 12 pontos percentuais na poupança privada entre 1985 e 2012 (ver Cerda et al., 2015).

Além disso, as alíquotas do IRPJ na América Latina e no Caribe (próximas de 26%) são superiores às da Ásia emergente (21%) e das economias avançadas (cerca de 24%). No entanto, a arrecadação do IRPJ, como proporção do PIB, é menor na América Latina do que nas outras duas regiões (figura B8.2). Isso reflete a alta evasão fiscal (alta informalidade e aplicação ineficiente de leis) e uma base tributária menor (mais isenções e desonerações fiscais) na América Latina em comparação com outras regiões.^c A combinação de altas alíquotas tributárias do IRPJ com a alta evasão e uma base fiscal pequena, resulta em uma maior carga tributária para os contribuintes que pagam efetivamente seus impostos. Portanto, a alíquota efetiva do imposto de renda da pessoa jurídica na América Latina e no Caribe (18,3% dos lucros) é maior do que na Ásia emergente (14,1%) e nas economias avançadas (15,5%) (Banco Mundial e PwC, 2015). Considerando-se todos os impostos sobre os lucros (impostos sobre o volume de negócios, impostos sobre operações financeiras e impostos sobre a folha de pagamento dos empregadores), a carga tributária de uma empresa formal

^c As desonerações do imposto de renda da pessoa jurídica equivalem a cerca de 0,9% do PIB, em média, o que é mais de um quarto da arrecadação real do imposto, mas têm sido bastante ineficazes no sentido de incentivar o investimento. A evasão fiscal, em média, chega a cerca de 52% da arrecadação fiscal potencial na América Latina (Corbacho, Fretes Cibils e Lora, 2013).

(continua na página seguinte)

QUADRO 8.1. (continuação)**Figura B8.2** Arrecadação do imposto de renda das pessoas jurídicas e das pessoas físicas, 2012

Fonte: Base de dados fiscal BID-CIAT e FMI (2015).

típica na América Latina chega a cerca de 51% dos lucros, em comparação com 28% na Ásia emergente e 41% nas economias avançadas^d.

Assim, embora a razão das receitas provenientes dos impostos diretos em relação ao PIB na América Latina seja baixa pelos padrões internacionais, as taxas efetivas para os contribuintes que pagam seus impostos são altas. Isso tem implicações negativas importantes para a poupança privada por duas razões. Em primeiro lugar, a carga tributária relativamente alta para os contribuintes que pagam seus impostos (empresas formais) reduz sua capacidade de poupança. Em segundo lugar, a estrutura fiscal que penaliza as empresas formais incentiva a informalidade (uma vez que as empresas tentam fugir de cargas tributárias elevadas) e, assim, distorce a alocação eficiente dos recursos econômicos, reduz o crescimento da produtividade e diminui os retornos da poupança e do investimento^e.

Finalmente, os sistemas tributários podem influir não apenas em quanto as pessoas e as empresas poupam, mas também em como poupam. A estrutura de incentivos embutida nos sistemas tributários de toda a região gera distorções. Por exemplo, a alíquota sobre ganhos de capital para a habitação é de 23,3% na Ásia emergente, 17,9% nas economias avançadas e apenas 12,2%

^d Essa alíquota efetiva de imposto é para um tipo de empresa descrita na base de dados do *Doing Business* (Banco Mundial e PwC, 2015).

^e Ver Pagés (2010).

(continua na página seguinte)

QUADRO 8.1. (continuação)

na América Latina^f. E embora a maioria dos países latino-americanos tribute dividendos e retornos financeiros (juros), não tributa os aluguéis imputados de moradias ocupadas pelos proprietários. Assim, a poupança financeira acaba por pagar a maior alíquota de imposto efetiva^g. Isso pode desestimular a poupança financeira em favor de veículos de poupança alternativos, tais como a habitação, reforçando, assim, outras distorções que aumentam a já elevada propensão de algumas pessoas na América Latina e no Caribe para poupar por meio de habitação, em detrimento de instrumentos de poupança financeira^h.

^f Elaboração própria com base na *Global Property Guide Research, Contributing Accounting Firms*. <http://www.globalpropertyguide.com/faq/guide-taxes>.

^g Ver FMI (2009).

^h Ver Cruces (2016) e Piazzesi e Schneider (2012).

composição do gasto público total de despesas correntes para as despesas de capital. A segunda é aumentar a eficiência das despesas correntes.

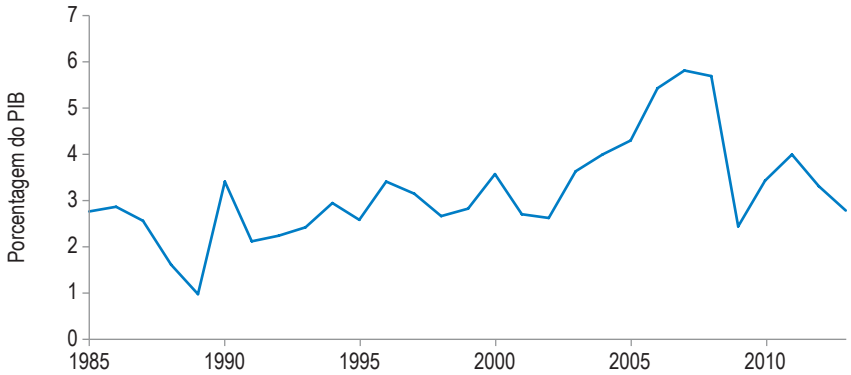
Despesas correntes v. despesas de capital: melhorar a distribuição do gasto

Partindo de níveis muito baixos, a América Latina aumentou a poupança pública, de forma lenta mas segura, de mero 1% do PIB em 1989 para quase 6% do PIB em 2007, à medida que os formuladores de políticas reconheceram a necessidade urgente de consolidação fiscal (ver figura 8.1). No entanto, desde 2009 a poupança pública vem seguindo uma trajetória descendente, atingindo 2,8% do PIB em 2014.

O gasto público total entre 2007 e 2014 aumentou 3,7 pontos percentuais do PIB. Mais de 90% desse aumento foi destinado a despesas correntes, e apenas 8% ao investimento público (figura 8.2). Assim, o investimento público — um componente fundamental da poupança pública — foi o grande perdedor em termos de alocação de despesas².

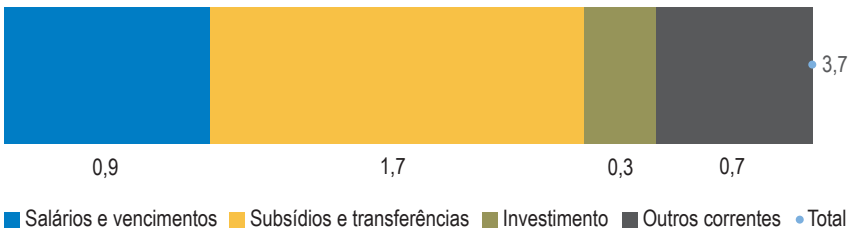
Como consequência dessas políticas, o investimento público na região foi insignificante em comparação com outros mercados emergentes, como a Ásia emergente. Apesar de um ligeiro aumento do investimento público em porcentagem do PIB na década de 2000, o investimento público na América Latina e no Caribe representa apenas 60% do nível do investimento público nas economias da Ásia emergente (figura 8.3).

Figura 8.1 Poupança pública na América Latina e no Caribe



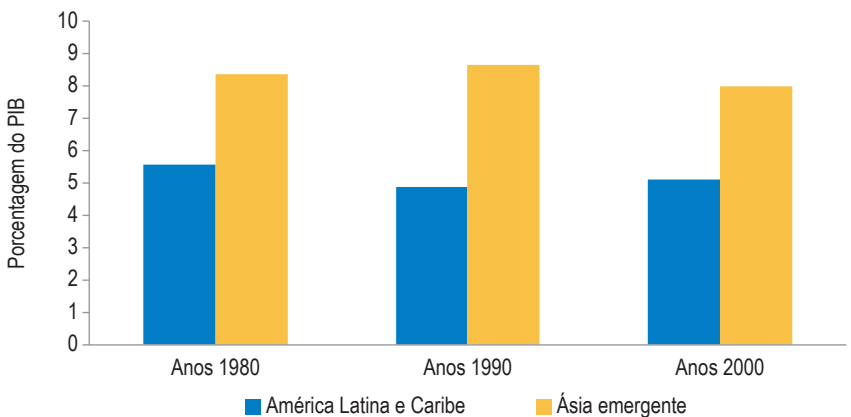
Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados de *Perspectivas da Economia Mundial* (FMI, 2015).

Figura 8.2 Composição do aumento médio do gasto público primário, 2007–14 (porcentagem do PIB)



Fonte: Cálculos próprios com base em dados orçamentários nacionais.

Figura 8.3 Comportamento do investimento público na América Latina e no Caribe v. Ásia emergente



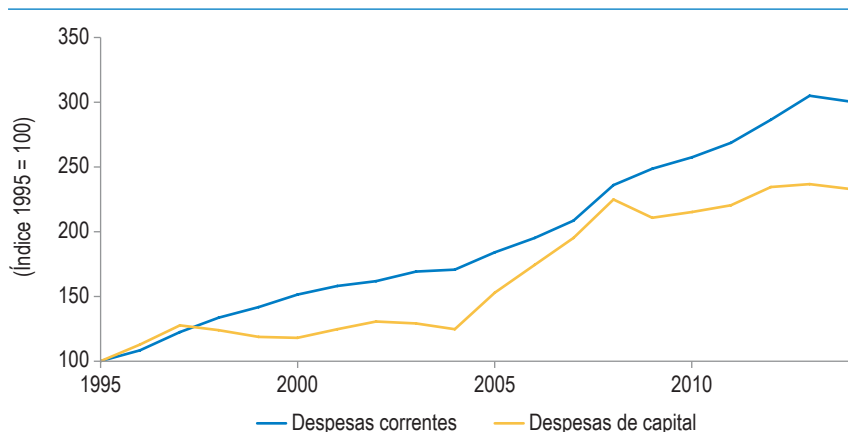
Fonte: Cálculos próprios com base em dados orçamentários nacionais.

O investimento público é não apenas relativamente baixo, mas sua participação no gasto público total tem diminuído. A figura 8.4 mostra a evolução das despesas correntes em relação às despesas de capital de 1995 a 2014. As despesas correntes subiram de forma constante, enquanto as despesas de capital tiveram seus altos e baixos, aumentando acentuadamente de 2004 a 2008, mas estabilizando-se desde então. Enquanto as despesas correntes quase triplicaram durante esse período, as despesas de capital somente duplicaram. Como resultado, o investimento público caiu para apenas 17% do gasto público primário em 2014, de um patamar de quase 23% em 1995. O ajuste fiscal na região em 2015 e 2016, como resultado da piora das condições externas, acentuou a tendência, uma vez que vários governos optaram por cortar despesas de capital (poupança) em vez de despesas correntes (consumo)³.

Vários fatores podem explicar o baixo nível de investimento em comparação com as despesas correntes na América Latina e no Caribe. Em primeiro lugar, muitos países podem ter equivocadamente visto os fatores externos favoráveis do início dos anos 2000 como permanentes e, assim, canalizado uma parte maior das receitas extraordinárias para o consumo (aumentando as despesas correntes) do que para a poupança.

Mas os baixos níveis de investimento também podem refletir um problema de economia política. Usando um modelo de votação probabilística, Izquierdo e Kawamura (2015) mostram que, conforme as gerações atuais (os “velhos”, em seu modelo) adquirem mais poder de

Figura 8.4 Evolução das despesas correntes e de capital, média da América Latina e do Caribe



Fonte: Cálculos próprios com base em dados orçamentários nacionais.

voto do que as gerações futuras (ou os “jovens”), as despesas correntes podem prevalecer sobre o investimento público, mesmo que o baixo investimento prejudique o crescimento no longo prazo.

Quanto mais forte for o poder eleitoral dos velhos, mais fracos serão os incentivos para o investimento público, em favor de despesas correntes generosas (transferências). Em outras palavras, uma vez que as gerações futuras não votam hoje na alocação do gasto público, as gerações atuais, que precisam de recursos agora — ou que não priorizam as necessidades futuras dos seus filhos — podem priorizar a alocação do gasto público para as despesas correntes em detrimento das despesas de capital⁴. Essa descrição reflete a situação na América Latina e no Caribe, onde as pesquisas mostram que as pessoas não poupam o suficiente para a aposentadoria porque esperam que outras pessoas (ou o governo) atendam às suas necessidades quando se aposentarem (ver capítulo 6).

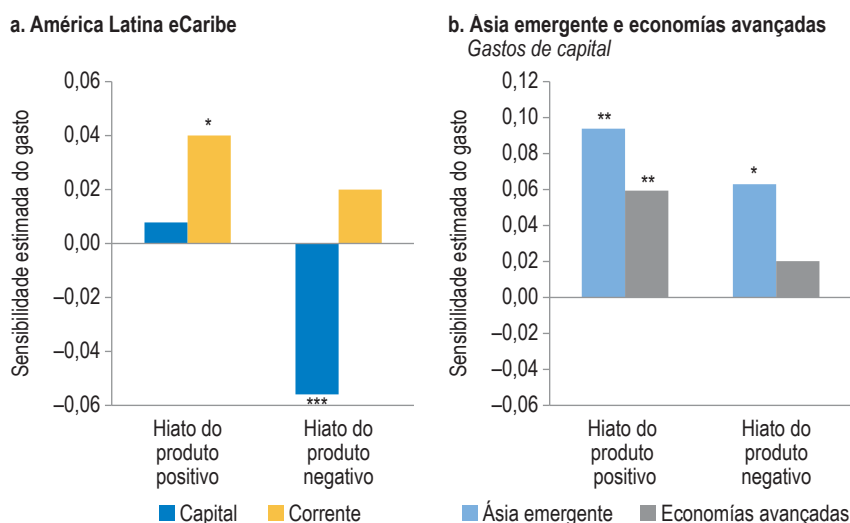
Outra razão para o viés na direção das despesas correntes em detrimento do investimento reside na resposta do governo ao ciclo econômico. As melhores práticas sugeririam aumentar as despesas de capital em tempos ruins e reduzi-las nos tempos de bonança, ou seja, usar as despesas de capital para gastar de forma contracíclica. No entanto, se os governos devem ajustar seus orçamentos nos tempos ruins — prejudicando, assim, as políticas contracíclicas e forçando cortes de gastos —, podem achar que é mais fácil cortar o investimento público do que salários ou transferências, o que poderia gerar instabilidade política. Mas uma vez que as despesas de capital tenham sido reduzidas em tempos de crise, os governos deveriam lembrar-se de aumentar o investimento público nos tempos de bonança. Mas normalmente não é isso o que ocorre na América Latina e no Caribe.

Ardánaz e Izquierdo (2016) avaliam a prociclicidade das despesas correntes e de capital na América Latina e analisam se os dois tipos de despesas respondem de forma diferente às mudanças no ciclo econômico⁵. Se as despesas reais crescessem a uma taxa constante — por exemplo, à taxa de crescimento no longo prazo da produção real — não deveriam ser afetadas por flutuações cíclicas. No entanto, os autores constataram que despesas correntes e de capital reagem ao ciclo econômico de diferentes maneiras. As despesas correntes aumentam nos tempos de bonança, mas não caem nos tempos ruins. O oposto vale para as despesas de capital reais, que encolhem nos maus momentos, mas não se recuperam nos bons tempos. Esses impactos estimados e sua relevância são descritos no painel a da figura 8.5, ilustrando claramente

essa resposta assimétrica. As implicações são graves: as despesas correntes tendem a aumentar como proporção do gasto total, confirmando a tendência em favor das despesas correntes e contra as despesas de capital e, por extensão, contra a poupança pública.

A América Latina contrasta marcadamente com a Ásia emergente e as economias avançadas (figura 8.5, painel b), onde os gastos de capital não reagem negativamente nos maus tempos. Ao contrário, os países do Leste Asiático aumentam seus gastos de capital em tempos difíceis. Assim, o viés contra os gastos de capital é mais acentuado na América Latina e no Caribe do que em outras regiões. Os governos da região deveriam ajustar suas políticas de gastos para sanar esse viés. A chave é formular e implementar regras de política fiscal que reduzam o arbítrio na alocação do gasto público ao longo do ciclo econômico e ajudem a superar o viés contra as despesas de capital que atualmente caracteriza o comportamento do gasto. Corrigir a mistura entre despesas correntes e de capital pode aumentar a poupança sem afetar o nível global do gasto público.

Figura 8.5 Sensibilidade do gasto ao hiato do produto



Fonte: Cálculos próprios com base em dados orçamentários nacionais.

Nota: Estimativas próprias com base em Ardánaz e Izquierdo (2016). Ardánaz e Izquierdo aplicam regressões do tipo $\Delta g = a + b \cdot \text{Ciclo positivo} + c \cdot \text{Ciclo negativo} + \varepsilon$, onde Δg é a mudança no gasto real, ciclo positivo é o valor do componente cíclico do produto quando é positivo e ciclo negativo é o valor do componente cíclico do produto quando é negativo. Os valores informados no eixo y correspondem ao coeficiente estimado que mede a sensibilidade do gasto em relação ao componente cíclico.

Rótulo eixo y: ***p < 0,01, **p < 0,05, *p < 0,1.

Eficiência: um caminho para a poupança

Os governos podem também impulsionar a poupança pública aumentando diretamente as despesas de capital. De fato, o aumento do investimento público estimula a produtividade no setor privado e, portanto, impulsiona o crescimento na região (ver capítulo 4). Como os governos podem abrir espaço em seus orçamentos para aumentar as despesas de capital? Uma maneira é mudando a composição dos gastos, como descrito acima. Outra maneira é endividando-se no exterior. No entanto, essa opção é limitada, sobretudo em um ambiente externo menos favorável. Além disso, o endividamento externo tem seu próprio conjunto de riscos (ver capítulo 5). Outra maneira é reduzindo as despesas correntes.

Reduzir as despesas correntes pode ser um processo doloroso. No entanto, compreender a sua composição e identificar ineficiências no gasto público pode ser muito útil para aliviar o ônus do ajuste. Esse processo é conhecido como “ajuste inteligente”. Em vez de cortar gastos em todas as rubricas orçamentárias, como ocorreu muitas vezes no passado, é preferível dissecar o orçamento por setor e eliminar as ineficiências. Mas como identificar essas ineficiências?

Uma ferramenta essencial para reduzir ineficiências é a focalização correta das despesas correntes. Normalmente, os gastos são destinados a um grupo específico, seja na forma de subsídios de energia elétrica para famílias de baixa renda ou de programas sociais para as populações em situação de pobreza. No entanto, na prática, muitos beneficiários desses subsídios não fazem parte da população-alvo. Por exemplo, um subsídio de energia elétrica que abranja o consumo dos primeiros 150 kWh para toda a população de um país, pode muito bem chegar às famílias de baixa renda que consomem menos de 150 kWh, mas também subsidiará famílias de renda mais elevada no que se refere aos primeiros 150 kWh. O recebimento do subsídio pela família de maior renda seria considerado um vazamento e uma ineficiência, uma vez que pessoas fora do grupo-alvo estão recebendo o subsídio. Ou considere uma isenção do imposto sobre o valor agregado para alimentos, também denominada “benefícios fiscais”. Normalmente, essa medida visa tornar os alimentos mais acessíveis para famílias de baixa renda. No entanto, esse benefício fiscal também abrange famílias de renda mais alta, que não deveriam estar recebendo o benefício e, portanto, constitui uma ineficiência. Ou pense em um programa de transferência condicionada de renda voltado para famílias em situação de pobreza: em muitos

casos, entre os beneficiários desses programas pode haver famílias em condições suficientemente boas para financiar o que a transferência se destina a apoiar. Nesse caso, a transferência estaria mal direcionada e seria uma fonte de ineficiência.

Um elemento-chave a ser definido imediatamente quando se quer identificar vazamentos é a população-alvo. Nesta discussão, a população-alvo são as populações em situação de pobreza, definidas como aqueles indivíduos com renda abaixo da linha de pobreza nacional⁶.

O conceito de vazamento pode ser facilmente aplicado a rubricas do orçamento público que trabalham com populações específicas, como é o caso dos subsídios de eletricidade, dos programas sociais, ou dos benefícios fiscais. No entanto, dois setores cruciais do gasto público que respondem por uma parcela significativa do orçamento — saúde e educação — têm como objetivo a cobertura universal. Para esses setores do gasto, o vazamento não é um problema. Portanto, definir ineficiência nesses setores é um desafio bem maior.

Nesses setores, o estabelecimento de parâmetros (*benchmarking*) propicia um meio para determinar eventuais ineficiências. Países que são bons em fornecer esses serviços — isto é, que obtêm bons resultados com a menor quantidade de insumos — podem servir como uma referência em relação à qual outros países podem ser comparados⁷. No entanto, essa abordagem inevitavelmente suscita ressalvas, já que outros fatores — muitos deles difíceis de serem medidos de forma consistente — podem afetar os resultados⁸.

As ineficiências no gasto resultam não apenas da quantidade de insumos (ou seja, o número de professores ou médicos), mas também do seu custo. Por exemplo, se para um determinado emprego qualificado, os salários são muito mais altos no setor público do que no setor privado, então há espaço para melhorias. Tanto o uso de insumos como as diferenças salariais nos setores público e privado são indicativos de ineficiências em setores de cobertura universal, tais como educação e saúde.

A próxima seção analisa ineficiências em cinco setores: energia, programas sociais, benefícios fiscais, educação e saúde. Esses cinco setores equivalem a cerca da metade do gasto público primário no país latino-americano médio. Admiravelmente, a região tem trabalhado arduamente para melhorar o bem-estar de seus cidadãos, aumentando a oferta desses serviços importantes. No entanto, a eficiência e o direcionamento desses serviços é essencial para que possam aproveitar todo o seu potencial.

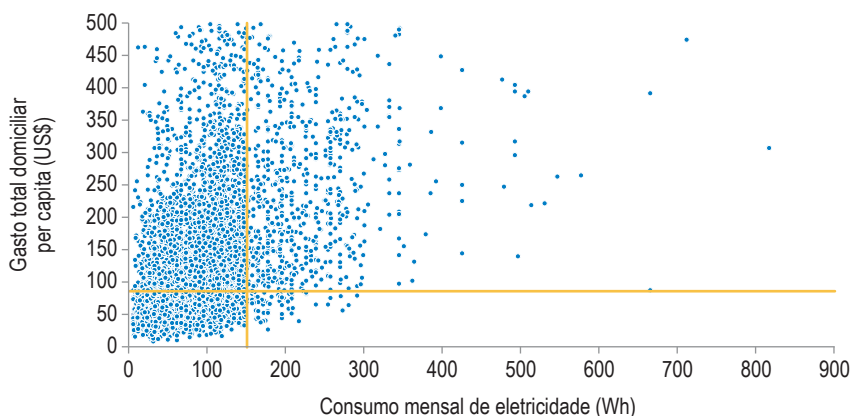
Energia

No caso dos subsídios de energia para famílias de baixa renda, os governos muitas vezes definem os preços em um nível que não cobre os custos operacionais. A Tarifa Dignidad na Bolívia e a Tarifa Social Baixa Renda no Brasil são bons exemplos. As pesquisas de gastos domiciliares permitem avaliar quantos destinatários do subsídio foram inicialmente beneficiados pelo programa. Por exemplo, no caso dos subsídios de preços para o consumo de eletricidade inferior a 150 kWh das famílias de baixa renda, qualquer domicílio com um consumo superior, ou cuja renda está acima da linha de pobreza, não deve receber o subsídio. A figura 8.6, baseada em microdados de pesquisas domiciliares para um país representativo, ilustra claramente essa questão: todos os pontos abaixo da linha de pobreza e à esquerda da linha de 150 kWh são famílias que deveriam estar incluídas na política de subsídios. No entanto, muitas famílias que não são pobres, mas que consomem menos de 150 kWh, recebem o subsídio. Esse grupo constitui o que normalmente se denomina “erro de inclusão” ou vazamento. O total de subsídios concedidos a essas famílias fornecem uma medida do vazamento nos subsídios de energia elétrica.

Quando as políticas são generalizadas para que todas as famílias recebam um subsídio — tais como a fixação do preço de varejo da gasolina abaixo do custo de produção —, o vazamento pode ser estimado como o custo dessa política para a instituição pública que cobre o déficit. No entanto, não é todo o déficit que constitui vazamento, já que parte do vazamento beneficiará famílias em situação de pobreza. Pesquisas sobre gastos podem ajudar a estimar a parcela de um subsídio ao combustível (gasolina, por exemplo) que beneficia famílias que estão acima da linha de pobreza. O tamanho do vazamento é o produto dessa parcela e o valor total da diferença gasta pelo órgão governamental⁹. Uma abordagem semelhante pode ser aplicada a outros subsídios à energia, entre eles óleo combustível, gás natural e gás liquefeito de petróleo¹⁰.

A tabela 8.1 mostra os subsídios do governo ao setor de energia em cada um dos 18 países da América Latina com base em informações disponíveis em 2013 (não há dados disponíveis para a Venezuela, que é o maior produtor de energia na região e oferece grandes subsídios ao consumo interno de gasolina). Embora com grandes variações entre países, em média os subsídios à energia consomem perto de 1% do PIB, abrangendo de países com altos subsídios, como a Bolívia (3,3% do PIB) e a Argentina

Figura 8.6 Exemplo de vazamento (erro de inclusão) nos subsídios à eletricidade na Nicarágua



Focalização do subsídio: erros de inclusão e exclusão (porcentagem)

Intervalo das tarifas (kWh)	Domicílios no intervalo (porcentagem)	Consumo do intervalo (MWh anuais)	Decis 1–4 (porcentagem)	Decis 5–10 (porcentagem)
0–25	5%	0,8	0,5	0,3
26–50	23%	8,8	5,3	3,5
51–100	33%	23,9	10,7	13,2
101–150	26%	32,1	7,6	24,5
151–500	12%	27,7	1,6	26,0
501–1000	1%	4,7	0,0	4,7
+1000	0%	2,0	0,0	2,0
Total	100%	100,0	25,7	74,3
Erro de inclusão (MWh)		63,3%		
Erro de exclusão (MWh)		2,5%		

Fonte: Cálculos próprios baseados em Izquierdo, Loo-Kung e Navajas (2013).

(2,1% do PIB), a países sem subsídios, como o Chile e o Peru. O importante é que mais de dois terços desses subsídios vazam para as famílias que não são pobres e não fazem parte da população-alvo. A magnitude dessa ineficiência — e, portanto, a margem para melhorias — é enorme.

Essa análise foi realizada com informações disponíveis até o final de 2013. Com os preços da energia em queda livre (e a estrutura dos subsídios em grande parte inalterada), o tamanho dos subsídios nos diferentes

Tabela 8.1 Subsídios à energia e vazamentos, 2013 (porcentagem do PIB)

País	Subsídios totais	Subsídios residenciais	Restante dos subsídios	Vazamentos residenciais ^a	Restante dos vazamentos ^a	Total de vazamentos ^a
Bolívia	3,29	0,91	2,37	0,76	1,92	2,68
Argentina	2,06	0,85	1,21	0,79	1,15	1,94
Honduras	1,85	0,90	0,95	0,55	0,71	1,25
El Salvador	1,75	1,39	0,36	0,91	0,30	1,21
República Dominicana	1,38	0,65	0,73	0,43	0,62	1,05
México	1,29	0,53	0,77	0,33	0,49	0,82
Nicarágua	1,11	0,86	0,25	0,60	0,21	0,81
Panamá	0,81	0,51	0,30	0,47	0,30	0,77
Brasil	0,80	0,24	0,56	0,21	0,50	0,71
Colômbia	0,37	0,27	0,10	0,19	0,08	0,27
Guatemala	0,33	0,33	0,00	0,22	0,00	0,22
Uruguai	0,12	0,02	0,09	0,02	0,09	0,11
Paraguai	0,05	0,04	0,01	0,02	0,01	0,04
Peru	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Belize	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Costa Rica	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Chile	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Jamaica	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Média	0,85	0,42	0,43	0,31	0,35	0,66

Fonte: FIEL e BID a partir de dados de pesquisas domiciliares, fiscais e de energia.

^a Vazamentos para domicílios não pobres.

subsetores de energia (gasolina, óleo combustível, gás natural e gás liquefeito de petróleo) pode ser menor. A sensibilidade dos preços desses setores em relação aos preços internacionais do petróleo varia de país para país, e pode ou não ser grande, dependendo do caso específico. O preço do petróleo caiu até 50%, em média, entre 2013 e 2015. Assim, o custo total do vazamento pode ter diminuído. No entanto, esse declínio não torna o desperdício nos subsídios à energia menos importante: uma vez que os preços da energia podem subir novamente, é provável que o vazamento alcance níveis anteriores se a estrutura de subsídio atual permanecer intacta.

Programas sociais

Os gastos com programas sociais, definidos como gastos para garantir um nível básico de bem-estar econômico e social, podem ser analisados de forma semelhante. Ao contrário dos pagamentos de pensões contributivas, as transferências para programas sociais não exigem que indivíduos contribuam para receber benefícios (por isso, estas transferências são “não contributivas”). A população-alvo, em geral, consiste de indivíduos, famílias, comunidades ou grupos que são considerados vulneráveis e requerem atenção especial, tais como pessoas em situação de pobreza, crianças ou idosos¹¹.

Os dois principais gastos dos programas sociais são as transferências condicionadas de renda (TC) e a previdência não contributiva (PNC). Ambas são consideradas programas de transferência monetária. O principal objetivo das TC é reduzir a transmissão intergeracional da pobreza, por meio do investimento em capital humano. Assim, fornecem transferências para famílias com crianças menores de 18 anos de idade e/ou mulheres grávidas — geralmente de forma mensal — de acordo com o cumprimento de requisitos específicos, tais como matrícula escolar e controles de saúde. Esses programas, cujos precursores foram o Progreso no México e o Bolsa Escola no Brasil, no início dos anos 1990, tornaram-se populares em toda a América Latina.

As PNC são um fenômeno mais recente que tem crescido significativamente em vários países da América Latina desde 2000, como forma de enfrentar o problema das muitas pessoas que chegam à idade de aposentadoria sem contribuições formais suficientes para qualquer sistema previdenciário (ver capítulo 7). Essa situação tem um grande peso nas decisões dos indivíduos mais jovens de participar de mercados de trabalho formais e poupar no longo prazo, já que as PNC podem incentivar a informalidade e diminuir a poupança. Este capítulo examinará apenas o aspecto de focalização das PNC.

A tabela 8.2 mostra a evolução dos gastos dos programas sociais de 2003 a 2013. Os gastos aumentaram continuamente na maioria dos países e, em alguns deles, mais do que triplicaram. Em geral, essa tendência tem sido um aspecto positivo, porque tem ajudado a reduzir a pobreza e a desigualdade na região.

No entanto, nem todos os gastos em programas sociais foram destinados às populações em situação de pobreza. A tabela 8.3 mostra o vazamento estimado dos programas de transferências condicionadas

Tabela 8.2 Gasto em programas sociais (porcentagem do PIB)

Pais	2003-06	2007-10	2011-13
Argentina	1,1	2,3	3,6
Paraguai	0,1	1,1	1,9
Uruguai	0,9	1,8	1,7
Bolívia	1,3	1,6	1,6
Costa Rica	0,9	1,1	1,4
Brasil	0,8	1,0	1,2
Honduras	0,6	0,9	1,1
Chile	0,5	0,7	1,1
Belize	n.d.	n.d.	1,0
Colômbia	0,7	0,9	1,0
El Salvador	0,4	0,5	0,8
Guatemala	0,5	0,7	0,7
República Dominicana	1,3	1,1	0,7
México	0,3	0,7	0,7
Nicarágua	0,9	0,7	0,6
Jamaica	0,3	0,5	0,5
Panamá	0,0	0,2	0,5
Peru	0,6	0,5	0,5
Média	0,7	1,0	1,1

Fonte: FIEL e BID com base em dados orçamentários nacionais.
n.d. = não disponível.

de renda e de previdência não contributiva — como também de outros programas sociais — em porcentagem do PIB. Embora em média esses vazamentos representem apenas 0,5% do PIB, há grandes variações entre os países. O vazamento tende a ser menor em países da América Central, com uma média de 0,3% do PIB. Nesses países, o gasto social é menor e as populações são relativamente mais pobres, reduzindo, assim, a margem de erro. No entanto, o vazamento é muito maior nos países da América do Sul, com uma média de 0,8% do PIB. Mais uma vez, a característica marcante dos gastos em programas sociais é a magnitude dos vazamentos como porcentagem dos gastos totais: 45%, em média, na região (52% nos países sul-americanos e 35% na América

Tabela 8.3 Indicadores de vazamentos na assistência social
(porcentagem do PIB)

País	Em programas de transferência de renda	Em outros programas	Total de vazamentos	Vazamentos como porcentagem dos gastos de programas sociais
Argentina	1,9	0,1	2,0	56,2
Paraguai	0,2	0,9	1,1	58,2
Uruguai	0,7	0,4	1,1	62,4
Bolívia	0,7	0,1	0,8	50,9
Chile	0,6	0,1	0,7	65,2
Brasil	0,4	0,2	0,6	51,8
Costa Rica	0,3	0,3	0,6	42,1
Colômbia	0,1	0,4	0,5	50,6
Belize	0,0	0,4	0,4	39,0
El Salvador	0,1	0,3	0,4	46,3
Jamaica	0,2	0,2	0,4	66,6
República Dominicana	0,1	0,2	0,3	44,3
Panamá	0,2	0,1	0,2	48,0
México	0,1	0,1	0,2	28,9
Nicarágua	0,0	0,2	0,2	31,7
Guatemala	0,1	0,1	0,2	24,3
Peru	0,1	0,0	0,2	35,1
Honduras	0,1	0,0	0,1	8,2
Média	0,3	0,2	0,6	45,0

Fonte: FIEL e BID com base em pesquisas domiciliares e dados orçamentários nacionais.

Central). Embora o vazamento seja alto, sua participação nos subsídios totais não é tão alta como em outros setores, tais como energia ou benefícios fiscais, que carecem de uma estratégia de segmentação clara e estão, portanto, mais propensos a vazamentos.

Benefícios fiscais

Em vez de transferir recursos diretamente às famílias carentes por meio da despesa orçamentária, os governos muitas vezes oferecem benefícios

fiscais e, assim, transferem recursos indiretamente por meio de desonerações de impostos. Com o objetivo de proteger as pessoas em situação de pobreza, muitos bens e serviços com um grande peso na cesta de consumo dessa parcela da população — dentre eles alimentos, medicamentos e aluguéis — são isentos de impostos. Essa política é uma das mais propensas a vazamentos, uma vez que a maior parte do que não é arrecadado em impostos acaba por beneficiar os indivíduos em melhor situação financeira, que geralmente gastam mais do que as pessoas em situação de pobreza em termos absolutos.

O imposto sobre o valor agregado (IVA) é o principal imposto usado para esse fim. A maioria dos países da América Latina oferece reduções do IVA ou isenções em alimentos, medicamentos e aluguéis, independentemente da renda do consumidor. A maioria dos países também produz estimativas dos benefícios fiscais, que servem como referência para o cálculo dos vazamentos¹². Pesquisas domiciliares e estudos específicos sobre os benefícios fiscais na região são usados para estimar quanto os não pobres consomem em alimentos, medicamentos e aluguel. Essas informações permitem estimar o vazamento dos benefícios fiscais¹³.

Em média, os benefícios fiscais totais chegam a 2,3% do PIB (ver tabela 8.4). Desse total de gastos, as desonerações de alimentos,

Tabela 8.4 Gasto com desonerações de IVA de alimentos, medicamentos e habitação e vazamentos associados (porcentagem do PIB)

País	Custo total das desonerações do IVA	Desonerações de alimentos, medicamentos e habitação	Vazamento	Vazamento (porcentagem do custo)
Nicarágua	4,5	2,3	1,8	75,3
República Dominicana	3,2	2,2	1,5	65,6
Costa Rica	3,4	2,0	1,8	87,2
Colômbia	4,9	1,3	1,1	84,6
México	1,5	1,2	0,6	52,7
Uruguai	2,2	1,1	0,9	82,5
Panamá	2,3	0,8	0,7	81,2
Guatemala	1,4	0,8	0,4	52,0
Jamaica	3,5	0,8	0,7	88,8
Brasil	3,0	0,7	0,6	91,7

(continua na página seguinte)

Tabela 8.4 Gasto com desonerações de IVA de alimentos, medicamentos e habitação e vazamentos associados (porcentagem do PIB)
(continuação)

País	Custo total das desonerações do IVA	Desonerações de alimentos, medicamentos e habitação	Vazamento	Vazamento (porcentagem do custo)
Peru	1,3	0,4	0,4	85,2
Argentina	1,0	0,4	0,4	90,1
El Salvador	1,0	0,5	0,3	65,3
Chile	0,8	0,2	0,2	78,3
Bolívia	0,0	0,0	0,0	n.d.
Belize	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Honduras	3,6	n.d.	n.d.	n.d.
Paraguai	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.
Média	2,3	1,0	0,7	77,2

Fonte: Estimativas de FIEL e BID com base em dados nacionais e outros estudos.
n.d. = não disponível.

medicamentos e moradia respondem por quase 1% do PIB. Quase três quartos dos benefícios para esses itens beneficiam famílias que não são pobres: o equivalente a 0,73% do PIB. Em alguns países, o vazamento chega a 1,8% do PIB. Em geral, os benefícios fiscais são, provavelmente, o item mais regressivo da agenda de subsídios.

Educação e saúde

A estimativa das ineficiências de gastos em áreas que oferecem cobertura universal, tais como saúde e educação, requer uma metodologia diferente e suscita várias perguntas. Por exemplo, será que o foco deveria ser a busca de países com melhores práticas que oferecem a melhor educação possível com o menor número de professores por aluno? Ou as ineficiências devem ser estimadas em relação ao sucesso de cada país na obtenção dos resultados desejados para o setor? Essa última variante pode ser mais atraente, mas requer um conhecimento profundo no nível de país da estratégia específica para o setor e, mesmo assim, a estratégia pode estar vagamente definida em muitos países, ou pode não ser suficientemente ambiciosa. Além disso, as comparações entre

países podem ser muito difíceis. Por essas razões, essa análise adota a primeira abordagem, em que todos os países são comparados em relação a um valor de referência determinado pelo país com o melhor desempenho em cada setor. Naturalmente, essa metodologia tem os seus inconvenientes. Presume-se que a tecnologia empregada pelo país com o melhor desempenho pode ser replicada em outros países — uma questão em debate entre os profissionais desses setores.

O primeiro passo é identificar um país de referência. Uma ferramenta frequentemente usada para tanto é a Análise Envoltória de Dados (DEA, na sigla em inglês), que pressupõe uma fronteira de produção com base em dados de diferentes países sobre seus insumos e produtos correspondentes¹⁴. Com essa fronteira como referência, identifica-se o país que produz os melhores resultados com a menor quantidade de insumos associados.

A discussão que se segue parte do pressuposto de que os trabalhadores do setor — sejam professores no setor de educação ou médicos e enfermeiros no setor de saúde — são o principal fator de produção que gera os resultados naquele setor: por exemplo, as pontuações em provas, na educação, ou a esperança de vida, na saúde. Naturalmente, outros fatores podem afetar os resultados, tais como hábitos alimentares ou fumo, no caso da saúde. No entanto, os estudos na área da saúde, por exemplo, indicam que o gasto no setor é o principal fator de influência nos resultados relacionados com a esperança de vida¹⁵. Uma vez que o pagamento de salários representa a maior parte do gasto, a análise se concentrará em ambos os componentes salariais — número de trabalhadores e salários — para identificar eventuais ineficiências.

Apesar da validação que oferecem os estudos da DEA para seguir esse caminho, as análises de ineficiência abaixo representam apenas um primeiro passo no exercício extremamente difícil de capturar ineficiências em setores com cobertura universal. Uma análise completa deveria neutralizar os efeitos de outros fatores idiossincráticos que influenciam as variáveis de resultados que, dado o alcance deste estudo e as limitações da disponibilidade de dados, não serão levados em conta. No entanto, essas ressalvas não tornam a análise menos relevante: até hoje, não há qualquer análise comparativa das ineficiências nesses setores nos países latino-americanos. As estimativas a seguir devem ser úteis para iniciar um debate sobre a gestão da eficiência em dois setores importantes, incluindo a produção de outros indicadores de desempenho da

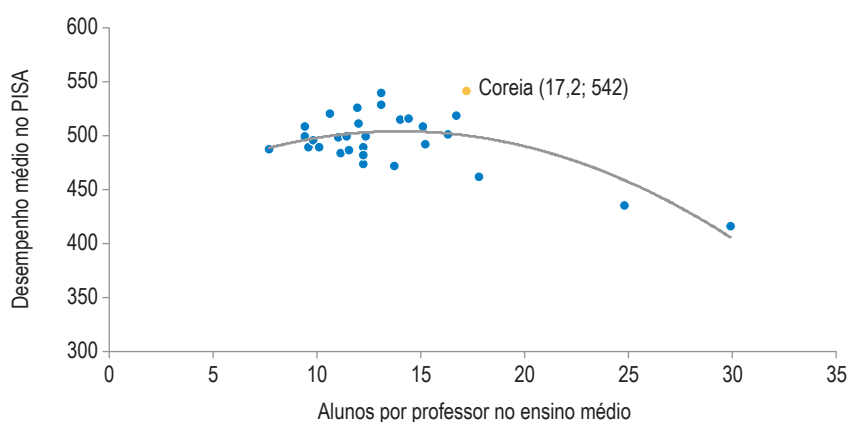
qualidade que permitam uma estimativa mais detalhada das ineficiências mais relevantes.

Educação

Parâmetros internacionais são muitas vezes usados na educação. Uma referência comum é o Programa de Avaliação Internacional de Estudantes (PISA, em inglês), um estudo internacional trienal que tem como objetivo avaliar os sistemas de ensino em todo o mundo, testando as habilidades e os conhecimentos de alunos de 15 anos de idade. A figura 8.7 mostra a proporção de alunos do nível médio por professor, em comparação com as pontuações médias do PISA em um grupo de países da OCDE¹⁶.

Nesse grupo de países de alto desempenho, a República da Coreia se destaca como o país com a maior pontuação para uma das menores quantidades de insumos (professores). Com a Coreia como país de referência, a razão alunos-professores, no nível tanto do ensino fundamental como médio, é comparada à de países latino-americanos com dados disponíveis, com o fim de definir um roteiro para melhorar a eficiência dos gastos em educação. No caso típico, isso implica reduzir o número de professores, ao mesmo tempo investindo maciçamente na formação de docentes para alcançar os padrões da OCDE: uma tarefa gigantesca¹⁷.

Figura 8.7 Desempenho médio no PISA em matemática, leitura e ciências v. proporção de alunos por professor, países da OCDE, 2012



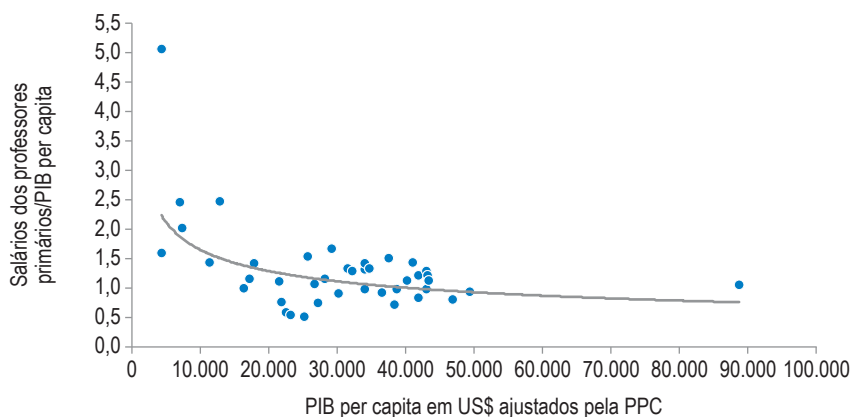
Fonte: Cálculos próprios com base na OCDE.

Nota: PISA = Programa para a Avaliação Internacional de Alunos.

O segundo fator que afeta a eficiência nesse setor são os salários dos professores. Essa é uma questão espinhosa, uma vez que os salários deveriam refletir a produtividade, o que na prática é de difícil mensuração. Um método direto consiste em comparar os salários de professores de escolas públicas com os de escolas particulares, para determinar a sua competitividade. Outra opção é construir uma curva descrevendo a relação entre os salários dos professores de escolas públicas (sobre o PIB per capita desse país) em relação aos níveis do PIB per capita. Grandes desvios nessa relação podem ser vistos como evidência de salário excessivo (quando estiver acima da curva) ou salário insuficiente (quando estiver abaixo da curva). A figura 8.8 mostra o comportamento dessa relação para um grupo de países da OCDE e da América Latina. Países bem acima dos valores ajustados (casos atípicos) são aqueles onde se poderia obter poupança.

Considerando-se tanto o trabalhador como as ferramentas salariais definidas acima tem-se uma aproximação para avaliar a massa salarial atual em relação a uma massa salarial eficiente hipotética. A massa salarial eficiente abrange uma força de trabalho de professores coerente com as proporções de alunos por professores definidas pelo país de referência, e os salários ficam em níveis aceitáveis de salário da razão salário/PIB per capita. As diferenças entre a massa salarial atual e a massa salarial eficiente são consideradas um indicador aproximado da ineficiência do gasto no setor; portanto, uma indicação de economias potenciais nos gastos do setor¹⁸.

Figura 8.8 Salários relativos de professores primários v. PIB per capita, 2011



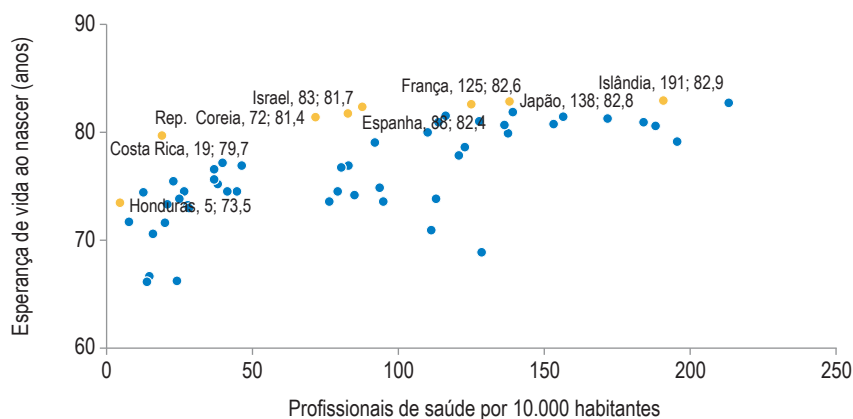
Fonte: OCDE (2011) para os países da OCDE e BID para os países da América Latina.

Essa análise baseia-se em dados de 13 países da região: Belize, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicarágua, Panamá, Peru, República Dominicana e Uruguai. Nesse grupo, a economia média resultante da redução da massa salarial da educação a níveis eficientes, equivale 0,7% do PIB. No entanto, há grandes variações entre os países. A maioria dessas economias resulta de diferenças salariais e não de ineficiências na razão aluno-professor. Os números são apenas indicativos, devido às ressalvas das metodologias usadas para gerá-los e à importância de preservar os incentivos para atrair professores qualificados e recompensar seu desempenho. No entanto, as discrepâncias apontam para a necessidade de avaliar a massa salarial na educação.

Saúde

O setor da saúde é avaliado de forma semelhante. A figura 8.9 mostra a Análise Envoltória de Dados e a fronteira associada obtida da comparação da esperança de vida com o número de profissionais de saúde empregados pelo setor. A fronteira de eficiência é mostrada pelos países assinalados com pontos vermelhos. A maioria dos países na parte superior da fronteira tem uma esperança de vida na casa dos 80 anos. No entanto, muito mais profissionais de saúde são necessários para que se obtenham aumentos apenas marginais na esperança de vida além

Figura 8.9 Profissionais de saúde por 10.000 habitantes v. esperança de vida ao nascer

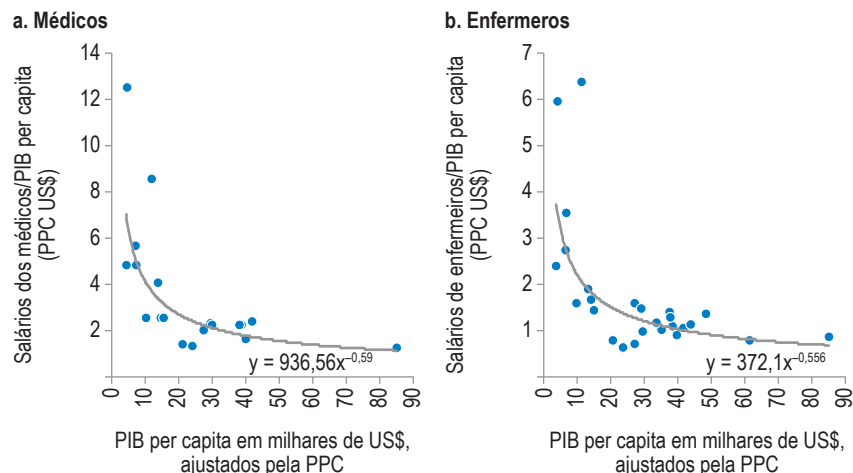


Fonte: Elaboração própria com base na Organização Mundial da Saúde.

dos 80 anos. Estudos realizados pela Organização Mundial da Saúde (OMS) recomendam o número de 22,8 profissionais de saúde (médicos e enfermeiros) por 10.000 habitantes para os sistemas do setor público (OMS, 2006). Esse nível está em consonância com o menor número de profissionais de saúde associado a uma esperança de vida em torno de 80 anos de idade apresentados na fronteira de eficiência da figura 8.9. Assim, o número da OMS foi considerado como referência para o número de trabalhadores.

Em relação aos salários, adota-se a mesma abordagem da educação. Os painéis a e b da figura 8.10 mostram a relação entre os salários (sobre o PIB per capita) em relação aos níveis de PIB per capita de um país para médicos e enfermeiros. Os valores ajustados são usados como referência para comparar os salários existentes, a fim de determinar economias salariais. A combinação dos dois componentes (número de trabalhadores e salários) permite determinar a *proxy* de massa salarial eficiente, que pode ser comparada com a massa salarial real para estabelecer o total potencial de economia no setor da saúde para cada país latino-americano. Essa análise envolveu os mesmos países usados no caso da educação, com exceção de Belize, país para o qual não havia dados disponíveis. A economia potencial é menor do que em outros setores, com uma média de 0,2% do PIB. Em alguns países, no entanto, a economia pode chegar a 0,9% do PIB.

Figura 8.10 Salário relativo dos profissionais de saúde v. PIB per capita, 2011

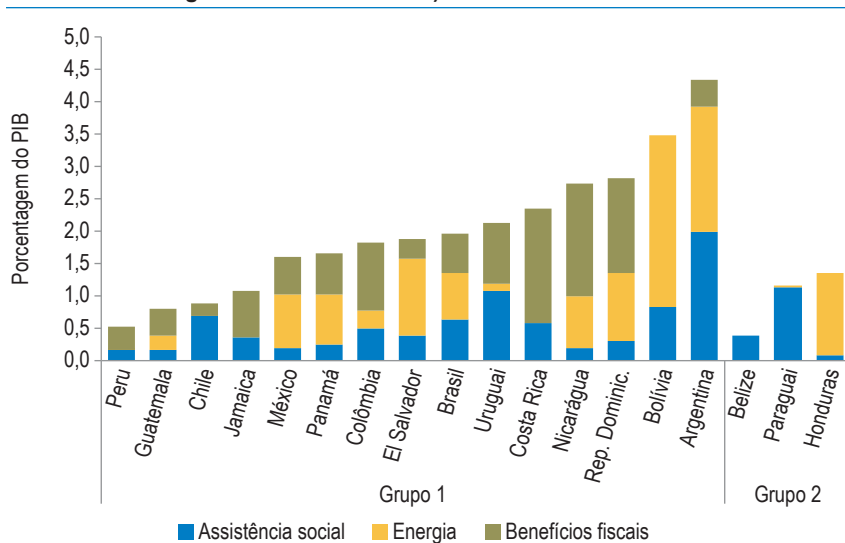


Fonte: Elaboração própria com base na Organização Mundial da Saúde.

Tudo faz sentido

Os números falam por si sós. Ajustes inteligentes podem resultar em grandes retornos. Nas áreas específicas de energia, programas sociais e benefícios fiscais, a poupança total poderia chegar a 2% do PIB no país médio — e até 4,3% do PIB nos casos mais agudos. A figura 8.11 mostra a economia total em setores-alvo e sua desagregação por setor nos 18 países latino-americanos e caribenhos da amostra. Não é de surpreender que o vazamento seja um pouco menor em programas sociais do que em energia e benefícios fiscais, uma vez que os programas sociais são focalizados por desenho e, portanto, deveriam ser menos propensos a vazamentos. Assim, a poupança decorrente de vazamentos nos gastos em energia e benefícios fiscais pode ser maior e mais fácil de ser corrigida quando da escolha entre as oportunidades de poupança. O desafio para os governos é que a eliminação de vazamentos terá de ser feita de maneiras que não deixem desprotegidas as pessoas em situação de pobreza. Essa não é uma tarefa fácil, já que os governos precisam saber quem são e onde vivem essas pessoas, e alocar transferências diretamente para elas,

Figura 8.11 Poupança potencial em gastos selecionados (programas sociais, energia e benefícios fiscais)



Fonte: Elaboração própria baseada em estimativas dos autores.

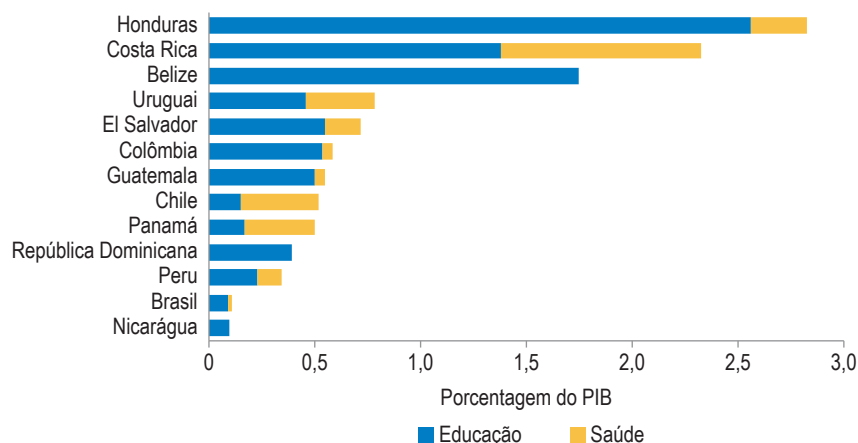
Nota: Para fins de comparabilidade, os países foram divididos em dois grupos. O Grupo 1 contém estimativas de vazamentos em países com dados sobre todos os três setores, enquanto o Grupo 2 não conta com estimativas sobre vazamentos dos benefícios fiscais.

a fim de substituir os subsídios de preços (que são propensos a vazamentos) por transferências de renda destinadas especificamente a elas.

A figura 8.12 apresenta uma desagregação da poupança potencial em educação e saúde em países selecionados da região. Juntas, essas ineficiências estimadas equivalem a uma média de cerca de 1% do PIB, podendo chegar a 2,8% do PIB em alguns países. A média das ineficiências estimadas é de 0,7% do PIB em educação e de cerca de 0,2% do PIB em saúde. Novamente, há uma variação substancial entre os países: as ineficiências podem chegar a 2,6% do PIB em educação e 0,9% do PIB em saúde.

Estimar ineficiências nos gastos em setores com cobertura universal é uma tarefa muito difícil. Uma avaliação completa idealmente levaria em conta todos os fatores que afetam as variáveis de resultados, tais como pontuações de avaliações internacionais na educação ou a esperança de vida na saúde. No entanto, dado o âmbito deste estudo e as restrições à disponibilidade de dados, somente a massa salarial foi considerada em cada caso. E aqui também é preciso ter cuidado para garantir a eficiência, sem comprometer os incentivos que atraem pessoal de qualidade para o ensino e a atenção à saúde. As ressalvas são importantes, mas não tornam a análise menos relevante: essa é a primeira análise comparativa das ineficiências nesses setores em países latino-americanos. Essas estimativas são um substituto útil para potenciais poupanças nesses setores, com base em grandes desvios de pessoal ou de salários em relação aos parâmetros de referência selecionados.

Figura 8.12 Poupança potencial em educação e saúde



Fonte: Estimativas próprias.

Nota: Belize não inclui estimativas sobre vazamentos na saúde.

As estimativas apresentadas neste capítulo são um ponto de partida para um debate sobre políticas públicas, destinado a melhorar a eficiência da gestão e do gasto público em setores importantes como educação e saúde. A partir daqui, a discussão deveria ser ampliada para incluir outros indicadores de desempenho e qualidade que permitam uma avaliação mais detalhada das ineficiências existentes.

Reduzir as ineficiências nos cinco setores aqui analisados poderia equivaler, em média, a uma poupança potencial de cerca de 3% do PIB. Essa poupança potencial é de fato significativa, sobretudo nas economias que precisam assegurar solvência fiscal e realizar investimentos produtivos.

A poupança de cima para baixo

Aumentar a poupança pública não é tarefa fácil, e fazê-lo aumentando impostos ou cortando gastos não apenas é uma medida politicamente impopular, mas pode ser também contraproducente. Por exemplo, aumentar impostos pode desestimular a poupança privada, enquanto cortes generalizados de gastos podem reduzir o tão necessário investimento público e comprometer o progresso social dos últimos anos. Mas os governos têm outras opções. A primeira alternativa é corrigir o viés enraizado no gasto público contra as despesas de capital (que são poupança) e em favor das despesas correntes (que são consumo). Esse viés é produzido por várias distorções orçamentárias e de economia política. Reconhecê-las e criar mecanismos nas regras fiscais para superar o viés pode ajudar a aumentar a poupança pública por meio da mudança do gasto em vez da sua redução¹⁹.

Além disso, o governo pode poupar mais gastando melhor. As taxas de poupança pública na América Latina e no Caribe são, em média, 5 pontos percentuais do PIB inferiores às do Leste Asiático. A análise neste capítulo sugere que aproximadamente metade dessa lacuna pode ser preenchida pela melhor destinação do gasto público a setores como energia, programas sociais e benefícios fiscais, e pelo aumento da eficiência na saúde e na educação. Para tanto, é preciso analisar os vazamentos no orçamento, desagregando o gasto por setores e buscando potenciais ganhos de eficiência.

A poupança pública não é o componente que mais contribui para a economia interna. No entanto, é um passo importante. Os governos que desejam incentivar mais a poupança no setor privado devem dar

o exemplo, usando as ferramentas à sua disposição. Após duas décadas de reformas fiscais na América Latina e no Caribe, que melhoraram significativamente a sustentabilidade orçamentária em toda a região, é hora de aprofundar as reformas orçamentárias que podem produzir um aumento permanente das taxas de poupança pública. Poupar para o desenvolvimento é responsabilidade de todos, a começar pelo governo.

Notas

- ¹ Para uma avaliação completa da política fiscal na América Latina e no Caribe, ver Corbacho, Fretes Cibils e Lora (2013).
- ² Cerca da metade do aumento foi alocada a subsídios e transferências, e um quarto a salários e remunerações. Isso aponta para maiores inflexibilidades no gasto público, uma vez que salários, subsídios e transferências são muito mais difíceis de ser revertidos, se necessário, do que o investimento público.
- ³ O fato de que o investimento público é baixo e as despesas correntes estão aumentando como porcentagem do orçamento, também tem implicações perniciosas para a sustentabilidade fiscal, por pelo menos duas razões. Primeiro, será cada vez mais difícil implementar qualquer ajuste necessário, dada a natureza inflexível de grande parte das despesas correntes. Em segundo lugar, o investimento público mais baixo poderia levar a um crescimento menor, elevando, assim, o nível de superávits primários necessários no futuro.
- ⁴ À medida que as sociedades envelhecem, esse efeito pode se tornar mais forte.
- ⁵ Ardánaz e Izquierdo (2016) seguem uma modelagem semelhante à usada por Balassone e Kumar (2007) para analisar a ciclicidade do gasto público total. Os autores fazem regressões separadas para mudanças nas despesas correntes reais e mudanças nos gastos de capital reais em relação a uma constante e ao componente cíclico do desempenho da produção. Uma parte fundamental da sua análise é que eles estimam coeficientes separados para o impacto do componente cíclico da produção, tendo em conta os tempos bons (períodos em que o componente cíclico é positivo) em comparação com os tempos ruins (períodos em que o componente cíclico é negativo).
- ⁶ O nível de renda individual usado para definir a pobreza é líquido de qualquer subsídio que a população em situação de pobreza possa receber do governo. Outra medida popular — coerente com vários estudos — inclui os indivíduos classificados nos 40% inferiores da distribuição do gasto.
- ⁷ Esse é o caso da Análise Envoltória de Dados, conceito que será usado neste relatório.
- ⁸ Por exemplo, fatores idiossincráticos podem levar uma população a atribuir mais importância à educação do que outros países, como pode ser o caso em alguns países asiáticos.

- ⁹ A suposição implícita é que os padrões de gasto capturados em pesquisas sobre gastos não deturpam nem sobrerrepresentam as despesas das pessoas em situação de pobreza em relação às não pobres.
- ¹⁰ Outro caso é o dos subsídios a clientes não residenciais em outros setores, que cobrem uma ampla gama de consumidores e empresas. Nesses casos, as participações no consumo total de indivíduos acima da linha de pobreza são usadas para determinar o vazamento. Essa abordagem constitui um limite inferior, já que apenas a parcela do subsídio a setores não residenciais que é consumida pelos não pobres é considerada vazamento. Alternativamente, todo subsídio poderia ser considerado vazamento. Uma análise ainda mais detalhada poderia usar as tabelas de insumo/produto das contas nacionais para identificar o impacto dos subsídios em insumos intermediários à energia no nível setorial. No entanto, essa abordagem extrapola o alcance desta análise.
- ¹¹ Embora uma parte do gasto em saúde e educação possa ser considerada assistência social, não está incluída nessa última categoria de gasto.
- ¹² No entanto, nem todos os países publicam essas estimativas de forma desagregada que permita identificar isenções por tipo de imposto e gasto. Assim, outras fontes também são usadas.
- ¹³ Essas estimativas não consideram se os consumidores reduziram seu consumo desses bens e serviços caso fossem tributados. Assim, constituem estimativas de equilíbrio parcial no que se refere à arrecadação de impostos adicional que seria obtida uma vez eliminadas as isenções.
- ¹⁴ A análise DEA foi usada pela primeira vez por Farrell (1957). Para uma boa introdução à metodologia DEA, ver Coelli, Rao e Battese (1998) e Thanassoulis (2001).
- ¹⁵ Ver Joumard, André e Nic (2010).
- ¹⁶ Esse número atualiza o trabalho de Afonso e Aubyn (2004). Os dados sobre a proporção de alunos por professor são de 2008, quatro anos antes de os estudantes serem submetidos ao exame em 2012, e correspondem à proporção de alunos por professor no ensino médio que prevalecia à época em que os alunos do ensino fundamental estavam concluindo esse nível educacional e antes de iniciarem o ensino médio.
- ¹⁷ Como tal, a poupança computada aqui pode não ser tão grande, uma vez que a poupança em termos de pessoal pode precisar de ser parcialmente compensada por despesas em formação e outras atividades que poderiam aumentar a produtividade do professor até o nível de referência.

- ¹⁸ No entanto, outra fonte potencial de ineficiência é um número excessivo de pessoal administrativo na educação pública. Uma abordagem semelhante poderia ser usada para obter as diferenças entre o gasto atual em pessoal administrativo e o gasto eficiente em pessoal administrativo.
- ¹⁹ O Peru é um bom exemplo na região. O país estabeleceu uma regra fiscal simples que combina os tetos do déficit e do gasto corrente, criando um espaço fiscal para aumentar o investimento público. Ver Carranza, Daude e Melguizo (2014).

9 A poupança começa em casa

Em última análise, a origem da baixa taxa de poupança da América Latina pode ser atribuída às famílias individuais de toda a região. Por que as famílias poupam — ou não — e como poupam? Responder a essa pergunta não é uma tarefa fácil. Entender como as pessoas tomam suas decisões de poupança exige mais do que uma análise de como o sistema financeiro interage com seus poupadores individuais. Requer um olhar mais atento para o seio de suas comunidades, seus lares — e até mesmo sua forma de pensar.

As taxas de poupança na América Latina e no Caribe são baixas em comparação com outras regiões (capítulo 2). Este capítulo examina atentamente as famílias, para descobrir por que as pessoas poupam tão pouco na região. O capítulo também avalia algumas das dificuldades que as famílias enfrentam quando tentam poupar, analisa os efeitos dessas restrições em suas carteiras financeiras e identifica as estratégias que podem aumentar as taxas de poupança familiar.

Restrições à poupança

Vários fatores podem limitar as decisões de poupança das famílias. Essas restrições podem influir tanto na decisão de poupar formalmente ou, em termos mais gerais, no comportamento da poupança¹.

É muito difícil poupar formalmente?

Nada na vida é de graça, e a poupança não é exceção. Quando a poupança é feita por meio de uma instituição financeira formal, os custos monetários da gestão de uma conta de poupança levam as famílias a pensar duas vezes antes de abrir ou usar a conta, especialmente quando os rendimentos não compensam esses custos². Devido aos custos de

transação — que vão desde as taxas de abertura e os requisitos de saldo mínimo até as taxas de operações e saques — muitas famílias acham que simplesmente é muito caro usar os serviços de uma instituição financeira.

Em outras partes do mundo, a redução desses custos monetários tem se mostrado eficaz no sentido de incentivar as pessoas a usar produtos formais de poupança. Os subsídios que reduzem o custo de abertura e a manutenção de uma conta bancária resultaram em índices de adesão (ou seja, abertura de novas contas entre aqueles aos quais o serviço foi oferecido) de até 82% no Nepal (Prina, 2015) e entre 47% e 62% no Quênia (Dupas et al., 2016; Dupas e Robinson, 2013a). Nas Filipinas, os programas que reduzem os custos de transação também tiveram efeitos positivos, embora mais modestos, no sentido de inspirar as pessoas a abrir contas de poupança formais (Ashraf, Karlan e Yin, 2006). No entanto, medidas que melhoraram as condições financeiras, tal como taxas de juros mais altas, tiveram apenas um efeito limitado no uso de contas de poupança formais pelas famílias no Chile (Kast, Meier e Pomeranz, 2012) e nas Filipinas (Karlan e Zinman, 2014). Mesmo quando as instituições financeiras oferecem grandes rendimentos marginais, subsidiados, as pessoas muitas vezes respondem pouco a esses incentivos.

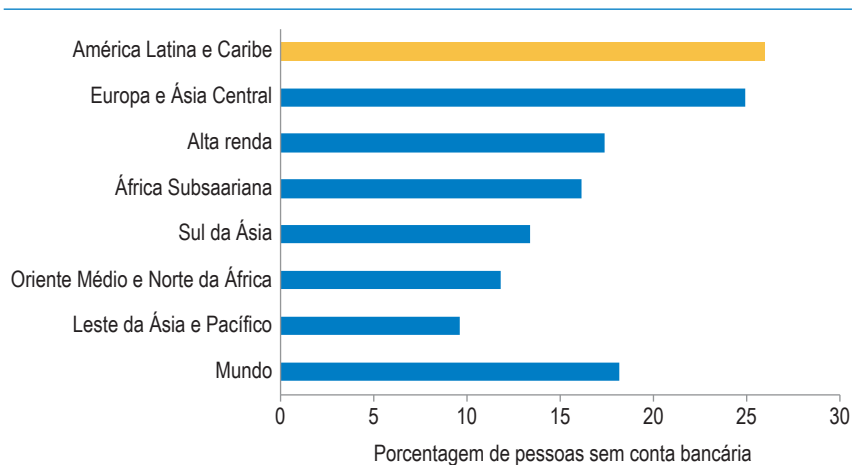
Nos últimos anos, vários países da América Latina e do Caribe fizeram grandes avanços regulatórios para promover contas de poupança básicas ou simplificadas, com baixos custos de transação. Outras inovações interessantes para reduzir custos incluem a ampliação do campo de ação dos correspondentes bancários e o uso de tecnologias virtuais para estender o alcance de instituições financeiras formais a áreas geográficas com baixa cobertura. Apesar do seu enorme potencial e de sua popularidade crescente em vários países, desafios regulatórios e outras barreiras ainda limitam a sua expansão. Por um lado, os marcos regulatórios que dispõem sobre instituições autorizadas a realizar operações financeiras na região, se desenvolveram muito lentamente. Por outro lado, vários problemas surgem quando se tenta regular carteiras móveis (*mobile wallets*), serviços bancários por telefone e outras tecnologias virtuais. Em vários países da América Latina e do Caribe, a regulação impede o uso dessas tecnologias, uma vez que somente instituições financeiras estão autorizadas a captar depósitos do público³.

Regulações confiáveis e bem formuladas também podem ajudar a eliminar outra grande barreira à poupança formal: a falta de confiança. O longo histórico de crises financeiras e corridas bancárias na América Latina está gravado na memória de potenciais poupadores. Na

sequência da “falta de dinheiro”, a “falta de confiança nos bancos” é a segunda razão declarada para não ter uma conta formal, como informado na base de dados de inclusão financeira global (Global Findex) (Demirgüç-Kunt e Klapper, 2012). Em termos globais, a América Latina e o Caribe ocupam o primeiro lugar entre as regiões no que se refere a essa barreira, bem acima do Leste Asiático e do Pacífico (ver figura 9.1). Infelizmente, não há nenhuma evidência causal que vincule a falta de confiança nos bancos ao nível de poupança formal em uma economia. Como a confiança leva anos para ser construída e baseia-se no histórico pessoal e social, bem como em outros fatores contextuais, é difícil isolar o seu efeito nas taxas de poupança formais.

A história tortuosa de crises financeiras da região pode não ser a única razão por trás da falta de confiança das pessoas nos bancos. Lacunas de informação ou conhecimentos também podem estar entre os culpados. Afinal, é difícil pedir a alguém para confiar em algo que não conhece ou mal entende. O estado atual da alfabetização financeira na região é decepcionante. De acordo com uma pesquisa realizada por García et al. (2013), a maioria da população no Chile, na Colômbia, na Guatemala, no México e no Peru não entende o termo “taxa de juros”. A inflação é um outro conceito muito mal compreendido e, portanto, poucas pessoas entendem como incluí-la nos seus cálculos de poder de compra do dinheiro.

Figura 9.1 A falta de confiança como barreira para abrir uma bancária formal



Fonte: Elaboração própria a partir da base de dados do Global Findex (Demirgüç-Kunt e Klapper, 2012).

Teoricamente, reduzir as lacunas de informação deveria impulsionar o uso de produtos formais de poupança. No entanto, o efeito real pode ser decepcionante. Experimentos de pesquisas realizadas no Peru, no México e no Brasil avaliaram o impacto de prestar a famílias em situação de pobreza e de renda média informações sobre produtos bancários e rendimentos, na hipótese de optarem por abrir uma conta de poupança formal (Frisancho e Karver, 2016). Em todos os casos, o efeito foi apenas modesto.

Em geral, a eficácia das intervenções para melhorar a alfabetização financeira é desencorajadora, com raras exceções (ver Fernandes, Lynch e Netemeyer, 2014). As intervenções tradicionais de alfabetização financeira podem estar fracassando devido não ao conteúdo, mas às estratégias usadas para transmiti-lo. Os métodos de transmissão de informações em um contexto padrão de sala de aula não têm funcionado bem, mas as intervenções mais simples e ágeis de alfabetização financeira parecem promissoras. Drexler, Fischer e Schoar (2014) comparam dois programas de educação financeira diferentes para microempresários na República Dominicana. O primeiro seguiu módulos tradicionais de educação financeira em um ambiente de sala de aula. O segundo foi um programa simplificado com “regras básicas”. Enquanto o programa de contabilidade padrão teve um efeito quase nulo nos resultados financeiros e lucros das empresas, o treinamento simplificado resultou em melhores práticas contábeis e maiores lucros.

Em resumo, a política mais eficaz para aumentar o acesso a instrumentos formais de poupança é a remoção de barreiras transacionais iniciais. No entanto, embora as intervenções políticas que ajudam a reduzir custos de transação sejam eficazes em persuadir as pessoas a abrir contas, o são muito menos para convencer as pessoas a usá-las (ver Frisancho, 2016). Muito provavelmente, outros fatores afetam as decisões de poupança das famílias em geral. Entender esse lado do problema exige nada menos do que estudar a mentalidade dos poupadores da América Latina e analisar seus vieses culturais e pessoais — uma tarefa e tanto.

No coração e na mente dos poupadores

Família e amigos em primeiro lugar

É difícil dizer não a um familiar em necessidade, especialmente em uma cultura como a da América Latina, que atribui um alto valor à família

ampliada. Apesar dos benefícios de seguro que as redes ampliadas de familiares e amigos podem oferecer, também podem representar um custo em termos de tempo e recursos de uma família e, eventualmente, impor exigências ao seu estoque acumulado de poupança. Essas exigências são particularmente altas na América Latina, onde as transferências privadas entre famílias representam, em média, 36% da renda de trabalho per capita (Lee e Mason, 2011a)⁴. A alta taxa de transferências privadas também podem explicar os pequenos saldos acumulados de poupança, apesar dos grandes fluxos de caixa que as pessoas relativamente pobres gerenciam (ver capítulo 2). Além disso, essas pessoas gastam somas consideráveis em casamentos, festas e funerais — celebrações que frequentemente incluem sua família ampliada e/ou sua rede social de amigos e vizinhos (Collins et al., 2010; Banerjee e Duflo, 2007). A pressão social para compartilhar renda e ativos pode desestimular a acumulação de ativos, incentivar uma rápida movimentação de recursos, ou mesmo levar a comportamentos dispendiosos, tal como recorrer a empréstimos estratégicos para ocultar recursos e evitar pedidos de transferência (Baland, Guirkinger e Mali, 2011).

A América Latina não é o único lugar onde a pressão social afeta a alocação da carteira de poupança (Jakiela e Ozier, 2016). No Quênia, os moradores dos vilarejos receberam aleatoriamente uma quantia de dinheiro e foram solicitados a colocar esse dinheiro em uma conta de poupança com saldos privados ou em uma conta de investimento. No caso das contas de investimento, as informações sobre seus retornos podiam ser públicas ou privadas, ou os correntistas podiam pagar uma taxa para manter as informações privadas. As mulheres, mas não os homens, estavam dispostas a renunciar a uma renda prevista, a fim de manter seus retornos em segredo diante de outros moradores do vilarejo. As mulheres com grandes somas de dinheiro e retornos públicos investiram 6,5% menos em oportunidades de negócios do que as mulheres com menos dinheiro que poderiam manter os retornos privados. Essencialmente, o estudo constata que as mulheres enfrentam um imposto médio de “parentesco” de cerca de 4% da renda⁵.

Pode ser difícil escapar do ônus imposto por uma rede social. O medo da vergonha social e do ostracismo, bem como da reciprocidade, pode ser grande, especialmente em comunidades fechadas. Na Índia, a intensidade com que as famílias ajudam umas às outras financeiramente e, assim, propiciam um seguro interpessoal, varia com a proximidade social (Chandrasekhar, Kinnan e Larreguy, 2012). Entre as famílias com vínculos

muito estreitos, o nível de transferências não muda quando se oferece um instrumento de poupança. Essencialmente, a família e os amigos prevalecem sobre a poupança pessoal e o investimento. Assim, as demandas das redes sociais limitam o estoque de poupança que as pessoas em situação de pobreza podem acumular e desviam recursos de usos mais produtivos.

Além da pressão entre as famílias, a tensão entre os membros da mesma família também restringe a poupança. Vários casamentos já foram abalados quando um dos parceiros toma decisões monetárias pela família. As razões para essa tensão resultam de diferenças entre os cônjuges em termos de seu poder de barganha, preferências intertemporais (Schaner, 2015; Browning, 2000), tolerância ao risco, ou mesmo gostos por bens de consumo (Anderson e Baland, 2002). O comportamento estratégico de ambos os parceiros pode levar a decisões de poupança ineficientes.

As divergências nos objetivos de poupança de uma família podem ser explicadas pelas diferenças na taxa à qual maridos e esposas descontam o futuro. Como as mulheres vivem mais do que os homens e tendem a ser mais jovens do que seus maridos, suas taxas de desconto podem ser mais baixas (Browning, 2000). A perspectiva de um período de aposentadoria mais longo sem seus maridos leva as mulheres a poupar mais para a velhice.

Na América Latina e no Caribe, as mulheres vivem em média 73 anos, enquanto os homens vivem apenas 68,9 anos. Essa diferença é ainda maior nos países em desenvolvimento da região, com uma média de 77,7 anos para as mulheres e 71 para os homens⁶.

Além disso, as mulheres na América Latina tendem a se casar com homens mais velhos. No caso de casais em que os homens têm entre 30 e 50 anos, independentemente do número de filhos, cerca de metade das famílias no Brasil é composta por maridos que têm quatro anos ou mais do que suas mulheres, quase o dobro da proporção de famílias com mulheres da mesma idade ou mais velhas do que seus maridos (ver tabela 9.1). A diferença de idade é semelhante no México e um pouco menos acentuada no Peru, mas ainda assim relativamente alta.

Pensar nas famílias como grupos de indivíduos ajuda a explicar os acordos de compartilhamento de risco que ocorrem dentro da unidade familiar. Por definição, famílias de duas pessoas enfrentam menos riscos de renda do que famílias unipessoais dependentes de uma única fonte de renda. Se alguém em casa perde o emprego, as famílias de

Tabela 9.1 Diferenças de idade entre esposas e maridos (porcentagem de famílias)

Diferença de idade	Peru		México		Brasil	
	Sem filhos	Com filhos	Sem filhos	Com filhos	Sem filhos	Com filhos
Mulher mais velha	24,1	16,4	16,2	17,9	17,9	16,5
Mesma idade	12,9	12,9	10,5	10,4	6,8	8,4
Marido 1–3 anos mais velho	26,3	26,8	33,1	31,3	26,5	26,3
Marido 4–5 anos mais velho	12,1	13,9	12,7	13,5	15,5	13,5
Marido mais de 5 anos mais velho	24,5	30,0	27,5	26,9	33,3	35,2

Fonte: Cálculos próprios com base na Pesquisa da Base da Pirâmide (BoP).

duas pessoas precisam ajustar o seu consumo menos do que as famílias unipessoais. Na mesma linha, famílias de duas pessoas são menos afetadas pela ausência de seguro público, tais como seguro-desemprego, em termos tanto de poupança como de acumulação de ativos. Famílias com vários membros podem realmente segurar seus membros tomando decisões estratégicas em termos de oferta de trabalho (quem na família trabalhará, em que tipo de trabalho e quando), dependendo da generosidade do seguro público disponível⁷.

Em suma, a tomada de decisões tanto dentro como entre famílias e os mecanismos de seguro intrafamiliares podem levar a decisões de poupança subótimas. Embora seja difícil resolver esses problemas diretamente quando estes restringem a poupança, é preciso considerá-los na concepção de serviços financeiros e programas de proteção social. Por exemplo, em contextos em que a pressão para compartilhar com outros membros da família ou amigos é grande, as contas de poupança com restrições de retiradas podem ser instrumentos úteis para as famílias que estão tentando acumular um estoque de poupança (Brune et al., 2015).

Um conto da economia comportamental

Mesmo se não houvesse restrições para poupar formalmente, os níveis de poupança ainda poderiam sofrer caso vieses individuais influenciassem as decisões de poupança. Em última análise, poupar é uma decisão pessoal sujeita às necessidades, aos desejos e até mesmo à personalidade de um indivíduo.

A propensão à gratificação instantânea

A literatura tanto da economia como da psicologia documentou a importância das preferências temporais nas decisões de poupança (Frederick, Loewenstein e O'Donoghue, 2002; DellaVigna, 2009). Para os indivíduos com preferências viesadas para o presente é extremamente difícil adiar o consumo, mesmo que em detrimento do seu bem-estar futuro. Assim, consomem hoje em vez de poupar para o amanhã. Quanto mais imediata a recompensa, maior a dificuldade para adiar o consumo: ou seja, suas preferências podem ser incoerentes em relação ao tempo. Preferências desse tipo levam as pessoas a adiar decisões em vários aspectos de sua vida como, por exemplo, iniciar uma dieta, redigir um relatório maçante, ou renovar a carteira de motorista. Para elas, é particularmente difícil poupar quando suas decisões não incluem mecanismos de autocontrole.

Vários estudos recentes tentaram medir a correlação entre preferências tendenciosas e escassez de poupança. Esses estudos, em geral, usam amostras pequenas em ensaios clínicos aleatórios controlados ou em estudos de caso. Uma exceção notável vem de Wang, Rieger e Hens (2011), que medem a impaciência e o fator de desconto temporal em 45 países, embora ainda contando com pequenas amostras de estudantes universitários (ver quadro 9.1).

As preferências temporais podem variar por país ou região. Usando dados nacionalmente representativos no nível urbano para Peru, México e Brasil, Frisanchó e Karver (2016) medem preferências temporais pedindo às pessoas para optar, *hipoteticamente*, entre uma pequena recompensa hoje e uma recompensa maior em um mês. Os autores então comparam as respostas à mesma pergunta, mas em um horizonte temporal mais distante, de seis ou sete meses. Os indivíduos que optam pela recompensa menor agora em vez de esperar por uma recompensa maior em um mês, mas afirmam que estariam dispostos a esperar pela recompensa maior em seis meses, são considerados temporalmente inconsistentes⁸. Cerca de 40% da população urbana do México, do Peru e do Brasil têm preferências temporalmente inconsistentes. Mais importante ainda é o fato de que cerca de um terço da população urbana desses países pode ser considerada como tendo preferências hiperbólicas: penalizam a passagem do tempo com mais intensidade hoje do que no futuro (para mais detalhes, ver Frisanchó e Karver, 2016).

As pessoas com preferências hiperbólicas têm mais dificuldade para poupar porque suas preferências temporais são viesadas para o presente. Também podem ser mais propensas a contrair empréstimos sempre que precisam de dinheiro. No Peru, as pessoas com preferências hiperbólicas têm 14% menos de probabilidade de poupar do que as pessoas pacientes — ou seja, cuja preferência temporal não muda. No México, as pessoas com preferências hiperbólicas são 10% mais propensas a se endividar do que aqueles que são consistentemente pacientes. No Brasil, a probabilidade de poupar é 8 pontos percentuais menor entre pessoas com preferências hiperbólicas em relação às pessoas que são sempre pacientes (Frisancho e Karver, 2016).

Em suma, uma parte importante da população da América Latina e do Caribe pode se beneficiar de mecanismos de compromisso que as ajudem a poupar. As pessoas conscientes de que suas preferências têm um viés temporal para o presente exigirão ativamente produtos financeiros que as ajudem a exercer o autocontrole — como as que encontram um “amigo da academia” para motivá-las a se exercitarem. As pessoas que não são plenamente conscientes desses vieses também poderiam se beneficiar se lhes fossem oferecidos instrumentos que lhes permitissem descumprir ou abandonar seus compromissos de poupança, já que a própria procrastinação e/ou inércia impedirão — ou pelo menos retardarão — uma decisão ativa de abandonar seus compromissos (DellaVigna e Malmendier, 2006). Planos de previdência obrigatórios são, em essência, uma forma de lidar com a tendência para adiar a poupança para a aposentadoria.

Ajudar as pessoas a lidar com seus problemas de autocontrole é uma forma eficaz de aumentar a poupança⁹. Como os indivíduos temporalmente inconsistentes enfrentam uma desconexão entre o seu eu presente e o seu eu futuro, precisam de um mecanismo de compromisso para manter o seu plano de poupança inicial. Esse mecanismo pode incluir sanções, tais como reduções de taxas de juros ou comissões. Um estudo seminal de Thaler e Benartzi (2004) mostra que a economia comportamental pode ser efetivamente usada para formular políticas prescritivas: ao oferecer às pessoas a opção de se comprometer previamente a destinar uma parte dos seus futuros aumentos salariais à poupança de aposentadoria, o programa “Save More Tomorrow™” (Poupe mais amanhã) aumentou as taxas de poupança de 3,5% para 13,6% em um período de 40 meses.

Um mecanismo de compromisso oferecido por um banco nas Filipinas permitiu aos poupadores optar entre produtos de poupança

com vencimento baseado no tempo ou no valor. Entre aqueles que abriram uma conta com essas características, os saldos da poupança aumentaram mais de 300% em relação ao grupo de controle. Não é de surpreender que a poupança tenha aumentado mais entre aqueles inicialmente identificados como temporalmente inconsistentes. Essas pessoas são precisamente aquelas cujas preferências temporais provavelmente limitariam suas opções de poupança na ausência de um mecanismo de compromisso (Ashraf, Karlan e Yin, 2006).

Em contextos em que a oferta de produtos formais é limitada, os mecanismos de compromisso podem assumir a forma de acordos informais, como grupos ou associações de poupança e crédito rotativo (ROSCA, na sigla em inglês)¹⁰, cujos membros fazem contribuições regulares que reúnem em um fundo comum e entregam a um membro do grupo em cada reunião. Esses grupos são geralmente formados dentro de uma rede social existente, garantindo, assim, que o compromisso imposto seja vinculante. No Chile, esses grupos de autoajuda foram implementados entre os microempresários como um mecanismo de compromisso para incentivar a poupança precaucionária (Kast, Meier e Pomeranz, 2012). O número de depósitos aumentou cerca de 350%, e os saldos das poupanças praticamente duplicaram entre os clientes do grupo de tratamento.

Até que ponto os compromissos devem ser vinculantes? A imposição de restrições de liquidez demasiadamente rigorosas pode afastar os participantes (Ashraf, Karlan e Yin, 2006). O equilíbrio entre compromisso e flexibilidade é um problema recorrente no desenvolvimento de produtos e serviços financeiros. Embora haja demanda por produtos que amarrem as mãos do poupador no futuro para que possa alcançar seus objetivos atuais de poupança, choques inesperados podem forçar as famílias a romper o seu compromisso. Nesses casos, mecanismos de compromisso muito rígidos podem até mesmo reduzir o bem-estar. É difícil obter o equilíbrio certo entre compromisso e flexibilidade, e isso depende tanto do contexto como dos motivos específicos da população-alvo para poupar e de sua exposição a riscos não segurados. Por exemplo, contas muito restritivas podem ser mais adequadas para poupar quando há um objetivo específico para poupar ou para financiar um gasto ou um investimento planejado, em vez de simplesmente servir como seguro para dias difíceis (Dupas e Robinson, 2013b).

Os produtos comerciais de compromisso que estão sendo desenvolvidos na região contêm um contrato especificando um plano de poupança com uma meta a ser alcançada em um número fixo de

parcelas. Incentivos adicionais são geralmente oferecidos àqueles que respeitam o seu plano, tais como taxas de juros preferenciais ou participação em sorteios. Embora sanções também possam ser aplicadas para dissuadir os indivíduos de atrasar o pagamento de suas parcelas, estas raramente são adotadas, especialmente logo após o lançamento do produto. Enquanto alguns produtos envolvem um compromisso social, muitos outros dependem de compromissos e/ou fórmulas individuais para ajudar os usuários a manter seu plano de poupança¹¹.

O Fundo Multilateral de Investimentos (Fumin) tem promovido contas de poupança individuais programadas na região, com diferentes graus de compromissos e recompensas¹². Os resultados preliminares sugerem que as taxas de uso dos mecanismos de compromisso são elevadas, mas que o uso tende a diminuir ao longo do tempo. A procrastinação ou falta de atenção reduz os incentivos para fazer depósitos ao longo do tempo. Assim, para garantir que continuem a fazer depósitos, as pessoas podem precisar de recursos adicionais incorporados ao produto. Recorrer a lembretes ou aproveitar alguns dos vieses de comportamento na solução dos problemas discutidos na próxima seção, como a inércia, por exemplo, pode ser uma ferramenta eficaz para aumentar o saldo da poupança entre as famílias da região¹³.

Inércia e atenção limitada: uma combinação nem de todo ruim

A maioria dos modelos econômicos pressupõe que as pessoas processem todas as informações disponíveis de uma forma racional e perfeita. Mas na vida real, as pessoas fazem escolhas ruins (e conscientes). Isso significa que elas não são agentes racionais capazes de otimizar?

Não necessariamente. Vieses psicológicos ou cognitivos também afetam as decisões. Às vezes as pessoas usam menos informações do que as que estão disponíveis, porque é difícil processá-las, especialmente quando uma decisão é urgente. Outras vezes, as pessoas podem agir por instinto, só porque estão demasiadamente confiantes na sua própria opinião sobre um determinado assunto. Em outras palavras, os indivíduos tendem a tomar decisões baseadas em regras mentais empíricas ou na heurística (Kahneman, Slovic e Tversky, 1982)¹⁴.

Dois desses vieses psicológicos são determinantes para o comportamento de poupança: inércia e atenção limitada. O primeiro emerge de uma preferência pelo *status quo*: o estado atual é percebido como um ponto de referência, e qualquer desvio é percebido como uma perda.

Sempre que tomar uma ação impõe algum tipo de custo de transação, as pessoas que preferem o *status quo* (a tendência à inércia cognitiva) terão mais dificuldade para assumir esse custo.

As preferências caracterizadas pela inércia geram hábitos. Algumas pessoas tendem a ir aos mesmos lugares e pedir os mesmos pratos quando almoçam ou jantam fora, por exemplo. Essas são escolhas seguras; as pessoas as repetem porque representam o *status quo* e ficam satisfeitas com o resultado. Encontrar um novo lugar para comer ou experimentar um novo prato implica um custo de busca e impõe o risco de não gostar da nova escolha, de forma que há uma tendência a não mudar. É por isso que os planos de inscrição automática têm sido bem-sucedidos em muitos contextos, especialmente nos mercados de consumo. Muitas campanhas promocionais oferecem um determinado bem ou serviço a uma taxa reduzida por um curto período de tempo, após o qual a inscrição automática passa a ser aplicada à taxa regular. Surpreendentemente, muitas pessoas acham mais fácil continuar a pagar o preço mais alto do que cancelar o serviço.

A atenção limitada também pode levar a escolhas ruins se a informação for negligenciada. Em muitos países, por exemplo, as lojas de varejo devem anunciar o preço final dos seus produtos, incluindo os impostos. Essa é uma prática comum, porque os consumidores tendem a esquecer de levar em consideração o custo adicional dos impostos na compra de mercadorias.

Quando os indivíduos sucumbem à atenção limitada ou seletiva, são mais propensos a cometer erros ou distorcer suas escolhas. As pessoas podem ter dificuldade para prever seus gastos futuros, por exemplo, o que pode afetar o seu comportamento de poupança. Ferramentas de planejamento que as obrigam a listar todos os elementos da sua cesta de consumo doméstico, por exemplo, podem ajudá-las a prestar atenção aos detalhes frequentemente negligenciados ao preverem seu consumo. Frisancho e Karver (2016) apresentam evidências que ilustram esse ponto. Duas perguntas diferentes foram feitas às famílias: “Você ou alguém na família poupa regularmente?” e “Nos últimos 12 meses, você ou qualquer outra pessoa da família poupou usando [... *instrumentos formais/informais de poupança* ...]”. As famílias deram respostas muito diferentes para essas duas perguntas. Quando perguntadas se poupam em geral, as famílias não refletiram nas respostas de comportamento real de poupança. Entre aquelas que declararam não poupar em geral, 39%, 23% e 15% das famílias no Peru, no México e

no Brasil, respectivamente, declararam poupar quando perguntadas se usam todos os instrumentos financeiros possíveis, um de cada vez.

A inércia e a atenção limitada não precisam trabalhar contra a atividade de poupança. Ao contrário, podem ser aproveitadas para efetivamente aumentar os níveis de poupança. Em primeiro lugar, aproveitar a inércia permite fazer do nível ótimo de poupança o nível inicial. Os indivíduos que tendem a preferir o *status quo* têm mais dificuldade para abandonar poupança. Dessa forma, a inércia age como um constrangimento para que a pessoa pare de poupar. As contribuições automáticas ou os depósitos diretos podem ajudar a mobilizar a poupança em contextos nos quais os fluxos de renda, tais como salários, são intermediados por algum indivíduo ou instituição que não seja o poupador. Contribuições para planos de pensão intermediados pelo empregador aproveitam essa oportunidade para ajudar as pessoas a poupar para a aposentadoria. Os bancos em mercados mais desenvolvidos financeiramente incorporaram esse recurso a vários produtos comerciais: um exemplo são as deduções automáticas para a poupança de indivíduos que recebem seus salários por meio de transferência bancária.

O uso escasso de transações eletrônicas como meio de pagamento nos países em desenvolvimento limita a possibilidade de usar mecanismos automáticos para incentivar a poupança. No entanto, observam-se na região iniciativas recentes voltadas para os beneficiários de transferência de renda que recebem dinheiro via depósito direto em uma conta bancária. Os mecanismos automáticos vinculados ao recebimento de remessas é outra maneira eficaz para aproveitar a inércia, uma vez que os beneficiários dessas remessas tendem a receber transferências internacionais regularmente. Sempre que a renda flui por meio de uma conta bancária, outras contas sem liquidez podem ser vinculadas a esta para permitir que o destinatário escolha os descontos automáticos destinados à poupança.

O potencial de poupança desses mecanismos foi destacado por um estudo recente dos efeitos da oferta de depósitos diretos de rendas pela venda de colheitas de culturas comerciais em contas bancárias na zona rural do Malauí (Brune et al., 2015). Quase 300 associações de agricultores, cada uma com 10 a 20 membros, foram aleatoriamente atribuídas a um grupo de controle ou a um dos dois grupos de tratamento: uma conta de depósito direto e uma conta de poupança com compromisso. O segundo grupo oferecia uma conta de depósito direto, mas acrescentava uma conta adicional sem liquidez que permitia aos agricultores especificar um valor a ser transferido para essa conta, bem como uma data de

vencimento. Ambos os grupos de tratamento contribuíram para aumentar o saldo da poupança total, uma vez que toda a renda em dinheiro das culturas comerciais foi poupada automaticamente. No entanto, a conta com compromisso teve um efeito muito maior: enquanto a conta de depósito direto aumentou os saldos totais em 280%, a poupança aumentou 620% com a conta vinculada a um compromisso.

A inércia também pode ser aproveitada por meio da promoção de hábitos de poupança entre crianças e jovens. Inculcar hábitos de poupança em uma idade jovem pode gerar novos pontos de referência ou um *status quo* que incorpore a poupança nas decisões de consumo. Mostrar aos jovens o valor de adiar a gratificação poderia ser uma estratégia promissora para promover o aumento da poupança na América Latina e no Caribe, onde as preferências temporais têm um viés para o presente mais acentuado do que em outras regiões.

A educação financeira dos jovens pode produzir efeitos indiretos importantes além de conhecimentos, atitudes e resultados financeiros. Em primeiro lugar, bons hábitos financeiros também estão ligados a melhores resultados na escolaridade, no emprego e nos níveis de vida. Em segundo lugar, os jovens podem ser agentes de mudança em suas famílias, compartilhando os conhecimentos adquiridos com seus pais e irmãos (Bruhn et al., 2013).

No Brasil, um programa de educação financeira nas escolas públicas melhorou a alfabetização financeira. Mais importante ainda é o fato de que o programa parece ter beneficiado todos os alunos, independentemente do seu nível inicial de desempenho em um exame de conhecimentos financeiros. A propensão dos alunos do grupo de tratamento para poupar foi, em média, 12,5% maior do que a dos alunos do grupo de controle. A intervenção também melhorou o comportamento de gastos: os alunos do grupo de tratamento se mostraram mais propensos a comparar preços, ou a negociar preços ou métodos de pagamento durante as compras, e a elaborar orçamentos mensais. Finalmente, o programa também parece ter efeitos “de vazamento para cima”: os pais dos alunos no grupo de tratamento apresentaram pontuações mais altas em uma prova de alfabetização financeira e maior probabilidade de poupar (Bruhn et al., 2013).

Um experimento recente com jovens titulares de contas na Colômbia explora os papéis de informações limitadas, autocontrole limitado e atenção limitada no comportamento de poupança, com uma campanha de informações financeiras apresentada por meio de um serviço de

mensagens curtas (SMS) (Rodríguez e Saavedra, 2015). Um experimento de campo de larga escala incluiu três grupos de tratamento, além de um grupo de controle: uma campanha de educação financeira com mensagens mensais; e dois tratamentos com lembretes mensais e bimestrais para poupar. Os lembretes para poupar com um foco mais estratégico, independentemente da sua frequência, tiveram efeitos importantes nos saldos das contas, principalmente na redução de retiradas. A campanha de conhecimentos financeiros não teve efeito significativo nos saldos das contas, sugerindo que as restrições de informações e conhecimentos não eram importantes nessa amostra¹⁵.

A falta de atenção também pode ser combatida com lembretes e avisos adequados que ajudem as pessoas a atingir seus objetivos de poupança. Na vida diária, as pessoas cientes de que sofrem de uma memória ruim ou falta de atenção, recorrem a truques simples para lembrá-las de determinados eventos ou tarefas: amarrar uma fita no pulso, escrever lembretes nas mãos ou nos braços, colar notas autoadesivas no espelho do banheiro, ou escrever listas de afazeres. Estratégias semelhantes podem funcionar quando se trata de poupança. Na Bolívia, no Peru e nas Filipinas, lembretes com conteúdos variáveis contribuíram para um aumento de 6% nos saldos de poupança e de 3 pontos percentuais na probabilidade de atingir um determinado objetivo de poupança (Karlan et al., no prelo)¹⁶.

O calendário e a frequência dos lembretes também podem ser importantes. Determinadas épocas do mês ou momentos do dia podem ser melhores do que outros para lembrar as pessoas de poupar. Se, por exemplo, a família recebe o lembrete quando o dinheiro está escasso, o impacto pode ser fraco. Pode haver momentos melhores do dia para lembrar as pessoas de seus gastos excessivos e seus objetivos de poupança, tais como a hora do almoço ou do jantar. Em alguns casos, um único lembrete pode não ser suficiente; então, quantos são eficazes? Encontrar o equilíbrio certo entre pouquíssimos lembretes e um potencial “assédio” é outro caminho importante para futuras pesquisas.

Recomendações de políticas: o que realmente importa

Este capítulo sugere três estratégias principais para promover a poupança familiar. Primeiro, há uma clara necessidade de inovação de produtos financeiros na região para incentivar mais poupança, especialmente por meio de canais formais. Por exemplo, as restrições sociais para poupar precisam ser consideradas no desenvolvimento de serviços

financeiros. Vieses comportamentais, que também restringem a poupança para uma grande parcela da população, também devem ser incorporados ao desenho de produtos e serviços financeiros.

Em segundo lugar, as instituições formais podem e devem aprender com os mecanismos informais que atualmente atendem às necessidades financeiras das famílias em situação de pobreza. Esses arranjos informais surgiram para atender às necessidades não satisfeitas dos excluídos (e daqueles que se autoexcluem) dos serviços financeiros formais. Formalizar os mecanismos informais sempre que possível, ou por meio de potenciais parcerias com instituições formais, pode ajudar a atrair poupança para o sistema financeiro formal.

Em terceiro lugar, voltar o foco para crianças e jovens pode fomentar hábitos de poupança positivos e potencialmente afetar as preferências que poderiam aumentar as taxas de poupança no futuro. Uma vez que alguns dos traços que limitam as decisões de poupança são maleáveis em idades mais tenras — mas difíceis de serem modificados em adultos —, intervenções precoces podem ter um maior impacto nas preferências temporais e no comportamento de poupança. A limitação de evidências empíricas gera a necessidade de mais pesquisas, e a agenda de pesquisas precisa incorporar contribuições de outras áreas como, por exemplo, a neurociência e a psicologia.

Inovação de produtos

Menos é mais

“Quanto mais simples uma tarefa, maior a probabilidade de que seja realizada”, concluem Karlan, Ratan e Zinman (2014). Papelada complicada, taxas ocultas, longas filas para fazer um depósito e viagens onerosas ao banco desestimulam os clientes a abrir uma conta e/ou continuar a usá-la. Em uma região onde a alfabetização financeira é particularmente baixa, as instituições financeiras precisam simplificar seus processos para fechar lacunas de informação que podem limitar a demanda por serviços de poupança.

Combater vieses comportamentais

Cerca de um terço da população urbana do Peru, do Brasil e do México exhibe preferências temporais hiperbólicas. Além disso, de acordo com a

evidência experimental de Wang, Rieger e Hens (2011) (ver quadro 9.1), a prevalência de preferências com vieses para o presente é maior na América Latina e no Caribe do que em outras regiões. As pessoas com vieses comportamentais se beneficiariam de mecanismos de compromisso que as ajudassem a poupar. Os consumidores conscientes desses vieses comportamentais têm tentado encontrar maneiras informais ou idiossincráticas de lidar com esses vieses por meio de mecanismos de poupança informais, como as ROSCA. Os provedores de serviços financeiros formais poderiam oferecer aos consumidores com comportamento temporal inconsistente, produtos que os ajudassem a manter seus objetivos de poupança. Planos programados de poupança e contas de compromisso que equilibram corretamente incentivos e sanções poderiam ser instrumentos eficazes para bancarizar os não bancarizados e ajudá-los a aumentar seus saldos de poupança.

No caso dos consumidores que não estão cientes de seus vieses comportamentais, a introdução de mecanismos automáticos no desenvolvimento de mercados financeiros pode ajudá-los a alcançar seus objetivos. No entanto, as vantagens desses mecanismos podem ser mais bem exploradas em contextos nos quais os fluxos de renda são intermediados por sistemas financeiros formais. Formuladores de políticas e instituições financeiras que se unem para bancarizar os não bancarizados são, portanto, cruciais para o fornecimento de produtos de poupança que respondam às necessidades das famílias na região.

Incorporar tecnologia

A tecnologia pode ser útil não só para simplificar processos e transações, mas também para ajudar as pessoas a lidar com seus vieses comportamentais. Abrir contas e ser capaz de gerenciá-las on-line, por exemplo, pode contribuir para aumentar as taxas de participação e de uso. Telefones celulares e a internet facilitam transações que, de outra forma, poderiam ser adiadas indefinidamente por indivíduos com comportamento temporal inconsistente. Transferir dinheiro de uma conta simplificada para outra ilíquida com dois cliques minimiza o papel que os vieses comportamentais podem desempenhar.

A tecnologia também pode auxiliar com lembretes. A onipresença dos telefones celulares na região faz de mensagens de texto e software de aplicativos móveis o canal ideal do ponto de vista do custo-benefício para ajudar as pessoas a poupar.

QUADRO 9.1. OS GENES E A CULTURA SÃO IMPORTANTES PARA A POUPANÇA?

Vários estudos têm analisado as diferenças nos comportamentos de poupança em diferentes países e agentes, a fim de entender se há uma propensão natural para poupar. Uma série de estudos realizados na década de 1970 usou modelos específicos (*factor models*) para decompor a variação nos testes de QI em seus componentes genéticos e ambientais. No entanto, nessa literatura as estimativas da contribuição dos componentes genéticos variam substancialmente e dependem, principalmente, de hipóteses fortes e restritivas sobre as cargas fatoriais ou sobre a distribuição dos componentes genéticos e ambientais^a.

Um estudo digno de nota sobre o papel da genética nas decisões de poupança foi recentemente realizado por Cronqvist e Siegel (2015), na Suécia. Ao explorar as diferenças nos genes compartilhados por gêmeos fraternos e idênticos, o estudo constata que as diferenças genéticas explicam cerca de um terço da variação nas taxas de poupança individuais. Além disso, o estudo constata que as taxas de poupança estão negativamente correlacionadas com o tabagismo e a obesidade — comportamentos que podem também refletir a falta de autocontrole e preferências com vieses para o presente — e que essa correlação é amplamente explicada por fatores genéticos.

Outra vertente inovadora da literatura concentrou-se em testar a assim chamada “relatividade linguística”, ou hipótese de Sapir-Whorf: a estrutura de uma língua afeta as maneiras como seus falantes veem o mundo? A língua pode influenciar a forma como os falantes pensam e/ou se envolvem em comportamentos não linguísticos como poupar? Um estudo recente realizado por Chen (2013) avalia se os falantes de línguas que desassocia o presente do futuro têm mais dificuldade para poupar. O autor primeiro classifica as línguas naquelas com referência ao futuro (FTR, na sigla em inglês) fortes e fracas, e constata que o espanhol e o inglês têm fortes FTR, enquanto o chinês tem uma FTR fraca^b. Em outras palavras, os chineses estabelecem a distinção entre eventos atuais e futuros com menos intensidade do que os colombianos, que tendem a fazer uma distinção muito clara entre ambos.

Com essa codificação da língua, Chen (2013) conclui que o grau de FTR intrínseco em cada língua está fortemente correlacionado com a maneira como os falantes lidam com decisões intertemporais familiares e individuais, tais como saúde e poupança. Além disso, mostra que a relatividade linguística pode desempenhar um papel importante nas taxas de poupança interna: países com uma língua com forte FTR poupam cerca de 5 pontos percentuais menos por ano do que países comparáveis com línguas com FTR fraco.

Wang, Rieger e Hens (2011) medem as taxas de desconto de longo prazo (d) e os fatores de desconto com vieses para o presente em 45 países do mundo. Sempre que $\delta = 1$, os indivíduos atribuem o mesmo peso a ganhos/perdas hoje e amanhã; ou seja, não penalizam eventos futuros. Assim, os baixos valores de δ significam que os indivíduos descontam o futuro com mais intensidade do que o presente. Os indivíduos também podem descontar o

(continua na página seguinte)

QUADRO 9.1. (continuação)**Tabela B9.1** Mediana de fatores de desconto de longo prazo com viés para o presente

	Fator de desconto de longo prazo (δ)	Fator de desconto com viés para o presente (β)
Região anglo	0,84	0,76
Oriente Médio	0,80	0,62
Leste da Ásia	0,84	0,65
Europa Latina	0,82	0,60
América Latina	0,82	0,59
Germânico-Nórdico	0,84	0,60
África	0,77	0,43
Leste Europeu	0,79	0,38

Fonte: Cálculos próprios baseados em Wang, Rieger e Hens (2011).

Nota: A região anglo inclui Austrália, Canadá, Estados Unidos, Irlanda, Nova Zelândia e Reino Unido. A Europa Latina inclui Espanha, França, Itália e Portugal.

futuro em relação ao presente de forma diferente, dependendo de quando a decisão é tomada. Para alguém pode ser importante a compensação intertemporal entre hoje e daqui a uma semana, mas não tanto em quatro ou cinco semanas. Indivíduos com $b = 1$ não apresentarão vieses para o presente em suas decisões e avaliarão as compensações intertemporais à mesma luz, independentemente do tempo para receber a recompensa/punição.

A tabela B9.1 resume os resultados do estudo. Quando agrupados por comunidades culturais, os valores médios da taxa de desconto de longo prazo (δ) permanecem bastante estáveis em todas as regiões, principalmente em torno de 0,8. A única exceção é a África, que tem um fator de desconto ligeiramente menor, de 0,77, indicando uma atitude menos paciente no longo prazo, o que é coerente com os níveis muito baixos de desenvolvimento no continente. Por outro lado, há uma grande variação na taxa de desconto com viés para o presente (β) em diferentes grupos culturais. Embora a América Latina e o Caribe e o Leste da Ásia apresentem taxas de desconto semelhantes de longo prazo, suas taxas de desconto com viés para o presente são diferentes. No caso dos latino-americanos observa-se uma maior prevalência de preferências com viés para o presente. A diferença na β mediana entre a América Latina e o Caribe e as culturas anglo-saxãs é ainda maior: os fatores de desconto com viés para o presente entre essas últimas são quase 30% mais altos do que na América Latina e no Caribe.

^a Para uma pesquisa minuciosa e crítica desses estudos, ver Goldberger (1979).

^b Em contrapartida, em outros países da Ásia onde várias línguas são faladas, como Singapura e Malásia, a língua principal tem uma forte referência ao futuro.

No entanto, a regulação deve andar *pari passu* com a inovação. Os reguladores financeiros são responsáveis por garantir que a legislação local não impeça o desenvolvimento de novos produtos de poupança que dependem da tecnologia.

Os testes não podem parar

Famílias de alta renda na América Latina e no Caribe poupam uma fração relativamente maior de sua renda do que as famílias mais pobres (capítulo 2). Isso é particularmente preocupante, porque as famílias de baixa renda enfrentam maior exclusão dos mercados de crédito e de seguros, maior volatilidade de renda e maior vulnerabilidade a choques inesperados de renda. As pessoas em situação de pobreza também sofrem relativamente mais limitações do que os ricos em seu acesso a produtos de poupança formais, devido ao maior ônus que lhes é imposto pelos custos monetários ou por níveis mais baixos de alfabetização financeira.

No entanto, desenvolver e testar protótipos de produtos formais de poupança para alcançar os mais pobres e para que estes os usem, pode não ser uma tarefa atraente para as instituições financeiras tradicionais, além de extremamente oneroso para as instituições de microcrédito sem fins lucrativos que lutam para sobreviver. Afinal, as poupanças que as pessoas em situação de pobreza podem mobilizar equivalem a valores totais modestos. Essa lacuna de conhecimentos tem sido mais ou menos preenchida pela comunidade acadêmica, cujo interesse em protótipos está aumentando, e por numerosos ensaios de controle aleatórios que são realizados em todo o mundo em desenvolvimento. No entanto, os incentivos aos acadêmicos para publicar e a urgência dos profissionais para encontrar soluções tempestivas que possam ser testadas, de forma rápida e barata, podem limitar o alcance da experimentação.

Algumas iniciativas para coordenar esses dois conjuntos de atores surgiram nos últimos anos. A Innovation for Poverty Action (IPA) tem se mostrado ativa na promoção da inclusão financeira. A organização lançou várias iniciativas para conectar formuladores de políticas e profissionais (reuniões para a promoção de parcerias) e promover a pesquisas tempestivas para subsidiar os esforços de inclusão financeira no mundo em desenvolvimento. O Fundo Multilateral de Investimentos também serviu de laboratório para testar produtos e serviços financeiros na região, com maior ênfase em produtos de poupança nos últimos anos. À medida que a região e o mundo como um todo continuam a

mudar, essas iniciativas serão cruciais para subsidiar as ações de formuladores de políticas, profissionais e instituições financeiras.

É preciso fechar a lacuna entre mecanismos formais e informais

As famílias excluídas dos mercados financeiros formais atendem à sua demanda por serviços financeiros recorrendo a mecanismos informais que estão frequentemente vinculados a redes sociais. Embora esses serviços informais geralmente cobrem taxas muito elevadas e, em alguns casos, sejam inseguros e não confiáveis, continuam sendo populares. Algumas famílias podem até preferir os serviços informais em detrimento dos formais, por uma série de razões, tais como conveniência, facilidade de uso e confiabilidade (Lee, Ainslie e Fathallah, 2012). Os provedores de instrumentos informais de poupança ou de crédito geralmente já estão presentes na rede social dos clientes, de modo que o acesso a eles é extremamente conveniente. Além disso, as operações tendem a ocorrer sem o incômodo de papelada ou contratos complicados, e geralmente estão sujeitas a normas sociais. Apesar do risco envolvido nessas transações não reguladas, as famílias parecem percebê-las como mais seguras do que as dos sistemas financeiros formais. Essas preferências podem refletir sua desconfiança nos bancos e/ou confusão e desinformação sobre regulamentos e estruturas tarifárias.

Na realidade, os instrumentos informais podem ser muito onerosos ou inseguros, devido às demandas da família e dos amigos, e à alta probabilidade de perda ou roubo. Além disso, os mecanismos informais tendem a ser muito ilíquidos, como no caso dos grupos de poupança ou as ROSCA, em que o poupador deve esperar até que a sorte ou um cronograma predefinido de pagamentos determine se chegou a sua vez de receber o dinheiro.

Além da sua proximidade com os clientes não bancarizados, os serviços informais têm diversas outras vantagens quando chegam aos não bancarizados. Eles tendem a ser muito flexíveis e inovadores, à medida que surgem e se adaptam às necessidades específicas da população à qual atendem (Pagura, 2008). Por exemplo, os coletores *susu* da África cobram uma comissão para coletar depósitos muito pequenos ao longo de um mês (por vezes diariamente) e mantê-los seguros. As famílias demandam esses serviços — que são proibitivamente caros para uma instituição formal — como uma forma de autoimposição de mecanismos

de compromisso para poupar ou manter a poupança fora das mãos de familiares ou amigos.

Embora os esforços de inclusão financeira tendam a se concentrar na prestação de serviços financeiros *formais*, as instituições financeiras formais estão começando a articular-se com provedores informais para chegar a clientes que de outra forma seria extremamente difícil atender devido à falta de infraestrutura e conhecimentos locais.

A “informalização” dos serviços financeiros formais está acontecendo em todo o mundo. Em Gana, dois bancos privados estão usando coletores *susu* para mobilizar poupança, enquanto na Jamaica o Workers Bank criou um produto que imita as ROSCA. Nas Filipinas, os bancos do setor formal concedem empréstimos a credores informais, criando um sistema de superposição de crédito que lhes permite aumentar sua penetração em zonas rurais, reduzindo problemas de informação, monitoramento e fiscalização (Floro e Ray, 1997). Na Bolívia, uma instituição de microcrédito não regulada que presta serviços não financeiros aos seus clientes, criou mais de 20 vínculos com uma variedade de atores, entre eles empresas do setor privado como a Western Union e empresas de serviços públicos. A instituição de microcrédito foi, então, um meio eficaz para que as instituições formais chegassem às populações rurais (González-Vega e Quirós, 2008).

Ainda que as populações de baixa renda possam não ser rentáveis por si sós, os bancos estão percebendo que oferecer outros instrumentos financeiros como crédito e seguro é uma oportunidade de negócios muito atraente. Sua capacidade de atender pessoas de baixa renda em grande escala pode, portanto, tornar-se rentável. Afinal, essas pessoas são uma parcela importante da população da América Latina e do Caribe: entre 60% e 70% da população vivem com menos de US\$ 10 por dia (em termos de paridade do poder de compra).

Os prestadores formais de serviços financeiros dispostos a ir mais além podem aprender com as experiências bem-sucedidas dos prestadores informais desses serviços. Em primeiro lugar, os bancos podem aproveitar a oferta existente de serviços financeiros informais. Essa estratégia pode ajudar a gerar confiança entre os clientes não bancarizados, o que constitui uma barreira de acesso importante na região.

Em segundo lugar, as instituições financeiras formais podem encontrar maneiras de ampliar sua penetração associando-se ou patrocinando outros prestadores informais que gozam de vantagens comparativas no mercado. A formalização desses prestadores pode ajudar a reduzir os

riscos e as inseguranças associados a mecanismos informais. Essas parcerias também podem ajudar as instituições formais a reduzir os custos iniciais de informação e busca envolvidos na bancarização¹⁷. Parcerias com instituições informais que já assumiram os custos irre recuperáveis de bancarizar uma pessoa (incluindo educar o cliente e construir um histórico de crédito) podem reduzir os custos dos prestadores formais que tentam chegar aos não bancarizados.

Finalmente, a concepção de produtos formais deveria ser inspirada pelos produtos informais oferecidos atualmente, que foram diretamente moldados pelas demandas das pessoas ao longo do tempo.

Começar cedo

Dada a importância dos vieses comportamentais dos poupadores, faz sentido voltar as intervenções para as crianças. Influenciar o comportamento das crianças certamente é mais fácil do que mudar os maus hábitos dos adultos. Evidências da psicologia do desenvolvimento e da neurociência (Henrichs e Van den Bergh, 2015) indicam que a autorregulação ou o autocontrole é regida pelo córtex pré-frontal, que começa a se desenvolver ainda no útero e continua até o início da idade adulta. Fatores ambientais podem influenciar tanto a expressão do gene como a especialização neural (Meaney e Szyf, 2005; Henrichs e Van den Bergh, 2015). Isso abre a possibilidade de realização de intervenções precoces entre crianças e jovens, enquanto o córtex pré-frontal ainda está em desenvolvimento. O autocontrole é uma característica importante dos seres humanos em muitas dimensões de sua vida, que vão além das decisões de poupança. Portanto, é urgente conhecer as intervenções bem-sucedidas na mediação dos efeitos perversos de predisposições genéticas.

No entanto, ainda há poucas evidências empíricas no que se refere às intervenções que podem gerar ambientes favoráveis para os jovens com maior propensão para poupar, ou minimizar os efeitos das predisposições genéticas para poupar pouco. Algumas exceções são encontradas em Jamison, Karlan e Zinman (2014), Karlan e Linden (2014) e Berry, Karlan e Pradhan (2012), mas os resultados estão longe de ser promissores.

O Brasil está incluindo a educação financeira no currículo das escolas públicas, no contexto de uma Estratégia Nacional de Educação Financeira (ENEF). Os resultados iniciais são promissores (Bruhn et al., 2013). Vários governos da América Latina e do Caribe estão seguindo

QUADRO 9.2. NO PERU, NUNCA SE É JOVEM DEMAIS PARA POUPAR

As instituições de microcrédito da América Latina e do Caribe em geral têm promovido o desenvolvimento de hábitos de poupança entre os seus clientes, que são principalmente mulheres microempresárias. Nos últimos anos, algumas instituições ampliaram seu foco para os filhos e netos dessas mulheres, oferecendo programas e produtos destinados a ajudar as crianças a poupar. No Peru, por exemplo, a FINCA Peru implementou um programa desenvolvido pela organização não governamental Aflatoun nas zonas rurais para estudantes primários e secundários, e está oferecendo instrumentos de poupança aos filhos dos seus clientes.

Outro exemplo nas zonas periurbanas e rurais do Peru é o programa bancário para vilarejos da Agência Adventista de Desenvolvimento e Recursos Assistenciais (ADRA). Após alguns anos como programa piloto, a instituição lançou um produto destinado a ensinar às crianças hábitos de poupança, ajudando-as diretamente a poupar. O produto é oferecido aos filhos e netos dos seus clientes com idades entre 0 e 18 anos. As crianças que participam escolhem um objetivo específico de poupança, rotulam um cofre fornecido pela ADRA com o seu objetivo, e iniciam um ciclo de depósitos mensais durante as reuniões do banco do povo. As crianças não podem retirar os seus fundos até que tenham atingido o seu objetivo. Nesse meio tempo, elas recebem juros, já que os fundos podem ser usados para conceder empréstimos aos membros do banco. Os cofres ajudam as crianças a alcançar seus objetivos e evitar a tentação de retirar fundos entre um depósito e outro. A ADRA também oferece um componente de formação para as mães e avós das crianças, que destaca o papel crucial que desempenham na promoção de hábitos de poupança em seus filhos e netos.

Embora o efeito do programa não tenha sido avaliado, a rápida expansão da carteira de clientes jovens é encorajadora. Entre dezembro de 2012 e junho de 2015, o número de crianças no programa aumentou de 882 para 3.831, e o total de poupanças acumuladas por esses jovens clientes aumentou seis vezes. Em junho de 2015, o estoque médio de poupança por criança chegava a cerca de US\$ 28.

o exemplo. Os ministérios de Educação ainda precisam explorar a melhor maneira de desenvolver o componente específico de alfabetização financeira a ser incluído no currículo do ensino médio público, bem como materiais didáticos adequados.

Modificar preferências temporais ou atitudes de poupança para aumentar a propensão para poupar não é uma tarefa fácil. Pouco se sabe sobre o melhor momento para começar (se com crianças mais novas no ensino fundamental e/ou crianças mais velhas no ensino médio); o tempo de exposição a ambientes que propiciam a melhoria do

autocontrole; ou as experiências que moderam propensões para poupar, entre outros fatores.

Algumas instituições de microcrédito sem fins lucrativos na região estão realizando um trabalho pioneiro nesse sentido, entre elas a FINCA Peru e a ADRA Peru (ver quadro 9.2). Monitoramento, avaliação e experimentação no contexto dessas iniciativas são cruciais para permitir um melhor entendimento do impacto que as intervenções precoces podem ter nas decisões de poupar. Mais pesquisas sobre a interseção da economia, da neurociência e da psicologia são necessárias também para um melhor entendimento dos efeitos dos fatores ambientais nas características genéticas.

Redefinição da inclusão financeira

A inclusão financeira muitas vezes foi considerada, limitadamente, como a capacidade das famílias para obter acesso ao crédito. Durante décadas, as instituições de microcrédito concentraram seus esforços em aliviar as restrições de crédito das famílias mais pobres que não tinham acesso a sistemas financeiros formais (Angelucci, Karlan e Zinman, 2015; Banerjee et al., 2015; Banerjee, Karlan e Zinman, 2015). Nos últimos anos, no entanto, o conceito de inclusão financeira se ampliou. Hoje, as iniciativas de inclusão financeira reconhecem o papel de poupança como uma ferramenta de desenvolvimento e entendem que as famílias enfrentam fortes restrições para poupar.

O foco inicial da inclusão financeira consistia em eliminar restrições do lado da oferta, tentando expandir o uso de serviços financeiros formais entre os não bancarizados. No mundo em desenvolvimento, os governos promoveram energicamente as contas de poupança simplificadas¹⁸. Essas iniciativas têm ajudado a bancarizar os não bancarizados. No entanto, as restrições do lado da demanda também limitam a capacidade das famílias para poupar, particularmente por meio de instrumentos formais. Mesmo quando as famílias têm uma conta bancária, podem ser incapazes de alcançar seus objetivos de poupança devido a restrições do lado da demanda, tais como pressão social para emprestar aos amigos e familiares, falta de conhecimentos e/ou informações, e vieses comportamentais.

Qualquer estratégia de inclusão financeira nacional que busque ir além de meramente calcular o número de contas abertas deve considerar os fatores que limitam a poupança familiar. Por um lado, as instituições

financeiras formais deveriam continuar a criar produtos de poupança simples, fáceis de usar, que atendam às demandas das famílias. Por outro lado, os serviços financeiros devem ter em conta a interação entre poupança e restrições de crédito em um determinado mercado, bem como os efeitos nas carteiras financeiras das famílias e sua demanda por serviços financeiros. Embora crédito e poupança sejam muitas vezes vistos como opostos, são realmente dois lados da mesma moeda: as famílias decidem poupar e pedir empréstimos simultaneamente. Quando as famílias precisam de dinheiro, os dois instrumentos fornecem uma ferramenta para financiar as despesas de valores fixos, uma vez que ambos requerem uma programação regular de depósitos e facilitam uma retirada única em um determinado momento (Afzal et al., 2015).

Eliminar as barreiras à poupança é mais difícil do que ampliar a cobertura bancária. As restrições do lado da demanda requerem intervenções de políticas bem formuladas, capazes de alterar comportamentos. Influenciar as crenças e as preferências das pessoas não é uma tarefa fácil, mas os retornos potenciais dessas intervenções podem ser grandes — para indivíduos, famílias e o desenvolvimento de seus países.

Notas

- ¹ Frisancho (2016) resume a evidência experimental recente sobre intervenções que abordam várias restrições de poupança discutidas nesta subseção, incluindo custos de transação, falta de confiança e de regulação, lacunas de informação e conhecimentos, pressão social e vieses comportamentais.
- ² Ver capítulos 3 e 11 para uma visão geral dos principais fatores que aumentam os custos bancários na América Latina e no Caribe.
- ³ Ver capítulo 11 para outras questões relacionadas com barreiras regulatórias.
- ⁴ Quase dois terços (65%) do consumo anual de pessoas com menos de 24 anos na América Latina e no Caribe são financiados por outros membros da família, de acordo com dados da Conta Nacional de Transferência (NAT, na sigla em inglês). Os idosos, por outro lado, renunciam a 12% do seu consumo anual na forma de transferências privadas (ver <http://www.ntaccounts.org/doc/repository/NTA%20Data%20Sheet.pdf>).
- ⁵ Essas conclusões são extraídas de um experimento realizado no Quênia por Jakiela e Ozier (2016). Os resultados preliminares de um experimento semelhante no Senegal confirmam esses padrões (Boltz, Marazyan e Villar, 2015).
- ⁶ Dados dos Indicadores de Desenvolvimento Mundial do Banco Mundial.
- ⁷ Ver Ortigueira e Siassi (2013) para mais detalhes sobre um modelo de seguro intrafamiliar.
- ⁸ Cabe uma palavra de cautela. Janssens, Kramer e Swart (2015) discutem pormenorizadamente os problemas que surgem quando as preferências hiperbólicas são medidas por meio de decisões hipotéticas em uma única seção transversal. Os autores argumentam que o nível de paciência dos agentes pode mudar porque suas preferências são instáveis ao longo do tempo, e não por causa do viés para o presente. Para medir a inconsistência temporal com precisão, os autores recomendam um desenho longitudinal que permita dissociar estacionariedade, consistência temporal e invariância temporal. À medida que os agentes incorporam a probabilidade de mudanças contextuais em suas respostas a experimentos únicos, os esforços futuros para medir a inconsistência temporal devem trabalhar com dados longitudinais, quando possível.

- ⁹ Para um modelo que mostra por que os indivíduos com preferências hiperbólicas não podem alcançar seu nível de poupança predeterminado e como os mecanismos de compromissos lhes são úteis, ver John (2014).
- ¹⁰ Versões deste modelo existem em toda a América Latina e no Caribe, com diferentes nomes: *pandero* ou *pandei* no Peru e no Brasil, *juntas* na República Dominicana, *tandas* no México e *quiniela* em vários outros países.
- ¹¹ Para um estudo dos produtos de poupança de compromisso disponíveis na região e seus desafios atuais, ver Martin (2014).
- ¹² O programa ProSavings do Fundo Multilateral de Investimentos financiou o desenvolvimento de grupos de poupança, bem como contas de poupança individuais programadas na região, com foco particular nos beneficiários de programas de transferência de renda e destinatários de remessas do exterior.
- ¹³ Save More Tomorrow™, de Thaler e Benartzi (2004) faz exatamente isso: não apenas dá aos empregados a oportunidade de comprometer-se para poupar com antecedência, mas a permanência no programa se converte na opção automática. O desenho leva em conta o papel do viés do *status quo*. Ao fazê-lo, o programa atingiu altas taxas de sobrevivência: 8 de cada 10 participantes ainda estão poupanando mesmo após quatro aumentos salariais.
- ¹⁴ Mullainathan e Shafir (2014) destacam que a pobreza também pode afetar a capacidade dos indivíduos para processar informações, gerir o seu tempo de forma eficiente ou resistir a tentações, limitando, assim, sua capacidade de tomar decisões financeiras sólidas, prever ou planejar para o futuro.
- ¹⁵ Isso não é surpreendente, dado que essa é uma amostra selecionada de pessoas que já tinham optado pelo sistema financeiro formal.
- ¹⁶ O Projeto de Mensagens da Innovation for Poverty Action (IPA) testa rigorosamente vários conteúdos e métodos de transmissão de lembretes que promovem iniciativas de inclusão financeira.
- ¹⁷ As externalidades que dissuadem as instituições financeiras de fornecer o primeiro empréstimo a um indivíduo ou grupo de baixa renda sem histórico de crédito anterior são descritas em Lanuza (2004). Uma vez que o investimento para conceder um empréstimo a um cliente é feito, outros prestadores do mercado têm incentivos para captar o cliente e, assim, evitar os custos iniciais pagos pelo primeiro credor.

- ¹⁸ Um exemplo na Índia é o Programa de Riqueza do Povo, do Primeiro-Ministro (Pradhan Mantri's Jan-Dhan Yojana), que planejou abrir 75 milhões de contas em uma primeira fase, concluída em agosto de 2015. No Chile, a Cuenta RUT, uma conta de poupança simplificada oferecida pelo Banco Estado — o Banco Nacional do Chile, posicionou-se como o principal meio de pagamentos e de contas de depósitos no país. Muitos governos da América Latina e do Caribe também estão pagando transferências condicionadas de renda por meio de contas bancárias básicas, promovendo a bancarização dos segmentos mais pobres da população. No entanto, há um grande debate em curso sobre os efeitos indesejados de programas de assistência social nas decisões de poupança formal e confiança no sistema financeiro formal. Na Argentina e no Brasil, por exemplo, os fundos depositados na conta formal das famílias beneficiárias são retirados sempre que a família não consumir o valor total da transferência durante um determinado período de tempo. Para uma discussão sobre esse assunto, ver capítulo 11.

10 A produtividade das empresas como um motor da poupança

As taxas de poupança são relativamente baixas na América Latina e no Caribe, assim como o crescimento da produtividade. Será que esses dois fatos estão relacionados? Grande parte deste livro argumentou que, de fato, há uma relação, e que a direção de causalidade segue da poupança para a produtividade, por meio do investimento. As baixas taxas de poupança restringem o investimento em infraestrutura vital como estradas, portos e telecomunicações, o que, por sua vez, afeta negativamente o crescimento da produtividade total dos fatores (PTF). Sem a infraestrutura necessária, as empresas não podem ser plenamente eficientes no processo de produção. Assim, as taxas de poupança baixas impedem o crescimento da produtividade e resultam em um fraco desempenho econômico.

No entanto, um segundo canal relaciona as decisões de poupança com o crescimento da produtividade e segue a direção oposta. Este capítulo apresenta — e o que é mais importante, avalia quantitativamente — a ideia de que o crescimento da produtividade não é apenas um motor fundamental do crescimento econômico no longo prazo, mas que, de forma decisiva, também constitui um fator determinante das decisões de poupança¹.

Como funciona essa conexão entre produtividade e poupança? Essencialmente, por meio de incentivos. Os indivíduos respondem aos incentivos que os convencem a adiar o consumo hoje, a fim de poupar mais e melhorar seu bem-estar amanhã. Economias com baixo crescimento da PTF tendem a ser economias em que os retornos dos investimentos são baixos. Diante dessa perspectiva, as empresas têm pouco incentivo para investir, e as famílias para poupar. Assim, as taxas de poupança também serão baixas. Dessa forma, ao oferecer incentivos

mais fracos para investir e poupar, o baixo crescimento da PTF poderia ser outro fator determinante das baixas taxas de poupança observadas na região. A primeira metade deste capítulo explora os mecanismos subjacentes a essa ideia, apresenta evidências empíricas em seu favor e quantifica o mecanismo em alguns países latino-americanos.

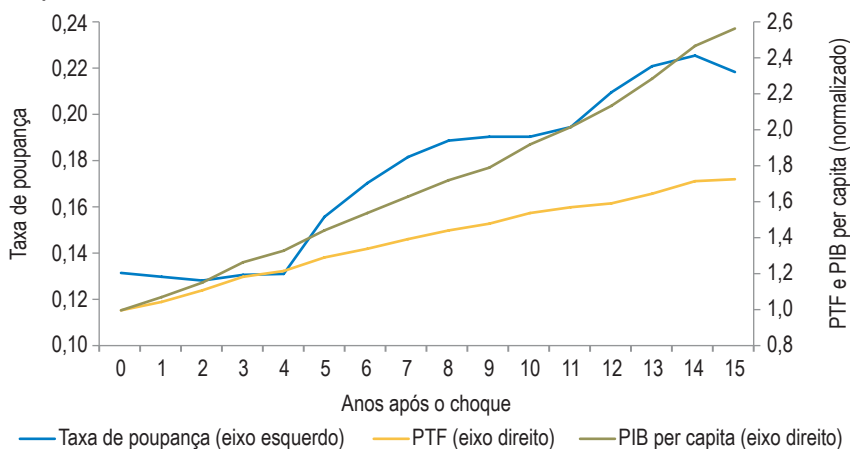
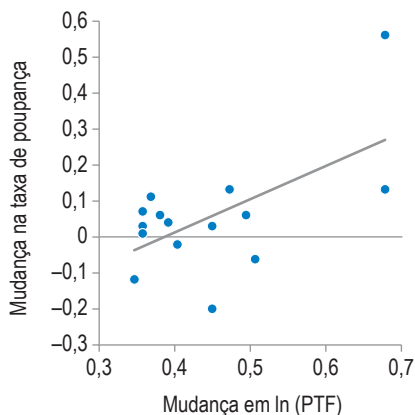
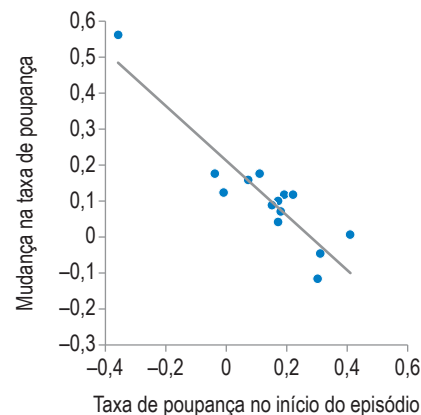
Esse nexos causal entre o aumento da PTF e a poupança é mediado pelo sistema financeiro. A PTF agregada é uma média ponderada da produtividade das empresas individuais. Uma economia em que as empresas produtivas podem aumentar o investimento e contratar mais mão de obra, é uma economia com um alto crescimento da PTF agregada. Para investir, no entanto, as empresas precisam ter acesso aos mercados financeiros. Se, em vez disso, fricções financeiras restringirem o acesso das empresas a financiamento adequado, alguns empresários produtivos poderão ser obrigados a continuar pequenos até que possam poupar o suficiente para crescer. Acumular poupança demanda tempo. Portanto, esse processo retarda o crescimento da produtividade agregada. A segunda parte do capítulo analisa a distribuição da poupança privada na economia e o comportamento de poupança das empresas, em busca de evidências de que fricções financeiras distorcem os incentivos para poupar na região.

Do Japão para o mundo: o vínculo empírico entre PTF e poupança

O papel do crescimento da produtividade como um motor da poupança tem sido bem documentado no caso do Japão, no século 20. Chen, İmrohoroğlu e İmrohoroğlu (2006) mostraram que o crescimento da produtividade agregada entre 1956 e 2000, no Japão, explicou a maioria das mudanças ocorridas na taxa de poupança do país durante esse período.

Embora a história japonesa seja convincente, a verdadeira pergunta é se esse padrão é observado em outros países e em outros momentos. Um exame dos dados contidos nas Penn World Tables, um painel anual de 167 países abrangendo o período de 1950 a 2011, traz mais evidências da relação entre poupança e crescimento da PTF. O caso fica ainda mais fortalecido quando se focam episódios separados de aumentos da taxa de poupança¹.

Episódios de alto crescimento da PTF foram acompanhados de aumentos nas taxas de poupança. Em 15 episódios de crescimento significativo e sustentado da PTF, 11 foram acompanhados por um aumento na taxa de poupança. O painel a da figura 10.1 ilustra esse fenômeno,

Figura 10.1 Episódios de aumentos da PTF**a. Episódios de aumentos da PTF: dinâmica média****b. Episódios de aumentos da PTF: mudanças na taxa de poupança e PTF****c. Episódios de aumentos da PTF: mudanças na taxa de poupança e taxa de poupança inicial**

Fonte: Cálculos próprios e Penn World Tables.

Nota: No painel a, os números informados são médias ao longo dos episódios. A PTF e o PIB real per capita são normalizados para ser 1 no primeiro ano do episódio. O eixo horizontal representa os anos desde o início de cada episódio. Para uma lista dos episódios individuais e para os detalhes metodológicos para defini-los, ver Busso, Fernández e Tamayo (2016). Os painéis b e c mostram a mudança na taxa de poupança durante o episódio de PTF em relação à mudança na PTF (log) e a taxa inicial no começo de cada um dos 15 episódios identificados, respectivamente. O R quadrado ajustado da regressão linear simples no painel b é de 0,31 e a inclinação positiva tem coeficiente de 1,05 com um valor-p de 0,018. O R quadrado ajustado da regressão linear simples no painel c é de 0,82 e a inclinação negativa tem coeficiente de $-0,84$ com um valor-p de 0,001. PTF = produtividade total dos fatores.

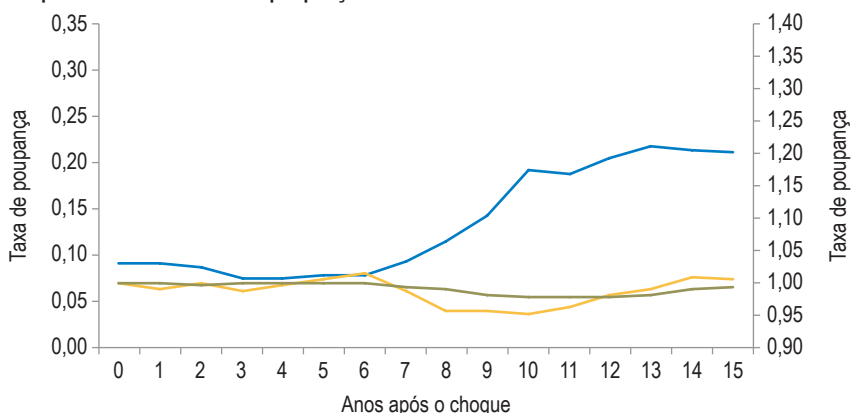
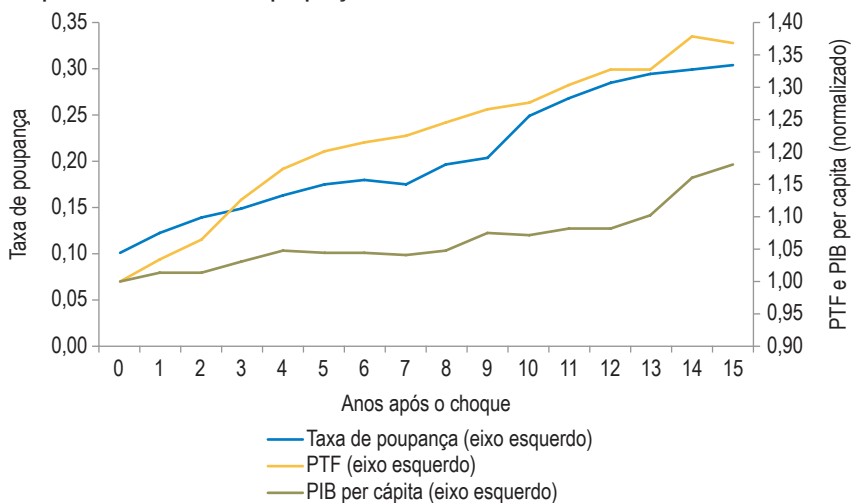
representando a evolução da PTF, o produto real per capita e a taxa de poupança durante esses episódios. Quinze anos mais tarde, em média, a PTF havia praticamente duplicado, a produção per capita havia

se multiplicado por um fator de 2,6 e a taxa de poupança havia quase duplicado, passando de cerca de 12% para 22%. Cabe destacar que o aumento da taxa de poupança não compartilha a mesma evolução no tempo com as outras duas variáveis, nem segue a mesma tendência. Ao contrário, o aumento da taxa de poupança ocorre cinco anos após o início do episódio de crescimento da PTF.

Embora o painel a corrobore a hipótese de que a produtividade pode ser um fator determinante da poupança, isso não significa que seja o único. O painel b confirma uma relação positiva entre as duas variáveis: em média, episódios em que a PTF mais aumentou também foram os que experimentaram os maiores aumentos da taxa de poupança. É importante salientar, no entanto, que o painel b também revela que os aumentos da PTF não são o único fator determinante da poupança, nem uma condição suficiente para aumentar a taxa de poupança. Em quatro dos 15 episódios de crescimento significativo da PTF identificados, a taxa de poupança diminuiu.

Por fim, o painel c apresenta a mudança na taxa de poupança em cada episódio, em relação ao nível da taxa de poupança observada no início de cada episódio. Revela-se uma forte relação negativa entre as duas variáveis: os episódios de PTF em que a mudança na taxa de poupança mais aumentou, também são caracterizados por uma taxa de poupança mais baixa no início do episódio. Os quatro episódios em que a taxa de poupança diminuiu quando a PTF subiu foram aqueles com uma taxa de poupança relativamente alta — acima de 20% — no início do episódio.

Outra constatação é que nem todos os aumentos da taxa de poupança acabam por aumentar a produção per capita. Se um aumento da taxa de poupança é acompanhado por aumentos na produção per capita parece estar relacionado com o aumento ou não da PTF. Essa relação é ilustrada nos painéis a e b da figura 10.2, em que 22 episódios de aumentos substanciais e sustentados da taxa de poupança são analisados. Os episódios são divididos entre aqueles em que a PTF aumentou menos de 10% em uma década (painel a) e aqueles em que houve um aumento de, pelo menos, 10% (painel b). Nos episódios de aumentos de poupança caracterizados por um alto crescimento da PTF, a taxa de poupança triplicou, passando de 10% para quase 30% em 15 anos, enquanto a PTF e a renda per capita aumentaram em um fator de 1,4 e 1,2, respectivamente. Por outro lado, em episódios de aumentos de poupança caracterizados por baixo crescimento da PTF, essa variável essencialmente estagnou junto com a renda per capita.

Figura 10.2 Episódios de aumentos das taxas de poupança**a. Episódios de aumentos da poupança com baixo crescimento da PTF****b. Episódios de aumentos da poupança com alto crescimento da PTF**

Fonte: Penn World Tables e cálculos próprios.

Nota: Os números informados são médias ao longo de 22 episódios de aumentos das taxas de poupança. A PTF e o PIB real per capita são normalizados para ser 1 no primeiro ano do episódio. O eixo horizontal representa os anos desde o início de cada episódio. O painel a mostra as médias em 10 episódios em que a PTF aumentou menos de 10% em uma década. O painel b mostra os outros 12 episódios em que a PTF aumentou mais do que isso. PTF = produtividade total dos fatores.

Essa análise ensina uma lição importante: se a poupança e a produtividade podem fomentar o investimento e o crescimento, não deveriam ser estudadas separadamente. Os fatos indicam que o crescimento da produtividade é outra variável importante quando se tenta entender o comportamento da poupança e sua contribuição para o crescimento

econômico e o bem-estar. Essa conclusão é coerente com dois achados empiricamente documentados sobre a América Latina: suas baixas taxas de poupança (ver capítulo 2) e seu aumento de produtividade persistentemente baixo (Pagés, 2010).

Incentivos para poupar

Por que as decisões de poupar dependem de retornos do investimento? O mecanismo pode ser entendido dentro do arcabouço do modelo neoclássico de crescimento e tem dois pilares críticos. Em primeiro lugar, as famílias decidem quanto consumir e quantas horas trabalhar para maximizar o seu bem-estar ao longo da vida. Em segundo lugar, as empresas combinam capital e trabalho com diferentes graus de eficiência técnica (produtividade). Quando o capital estiver relativamente escasso, as empresas vão querer investir mais, aumentando o retorno do investimento. O maior retorno do investimento é então repassado para as famílias, induzindo-as a adiar o consumo e aumentar a poupança. Assim, as decisões de poupança são determinadas em grande parte pelos retornos do investimento, que por sua vez dependem de vários fatores. Um desses fatores é o crescimento da PTF.

Considere o caso em que os indivíduos em uma economia preveem um crescimento maior da produtividade. Isso significa que serão capazes de extrair quantidades cada vez maiores de produtos de cada unidade de capital, aumentando efetivamente o retorno dos investimentos. Nesse caso, as pessoas adiarão o consumo hoje, a fim de poupar, investir e colher os benefícios do aumento da produtividade quando este chegar. A taxa de poupança da economia aumentaria acima do nível no qual, de outra forma, se teria situado². Além da produtividade, outros fatores também podem afetar o retorno dos investimentos e o comportamento de poupança. Em primeiro lugar, uma maior depreciação do capital pode reduzir o retorno líquido do investimento, porque uma fração maior do capital investido é perdida. Em segundo lugar, a tributação pelo governo da renda do capital pode reduzir os incentivos para poupar, uma vez que reduz o retorno depois dos impostos. Em terceiro lugar, um maior consumo do governo também pode reduzir significativamente os recursos disponíveis para a poupança. Por último, um maior crescimento populacional requer mais esforços de poupança no longo prazo. A importância relativa do crescimento da PTF como um motor para a poupança frente a esses outros fatores é uma questão em

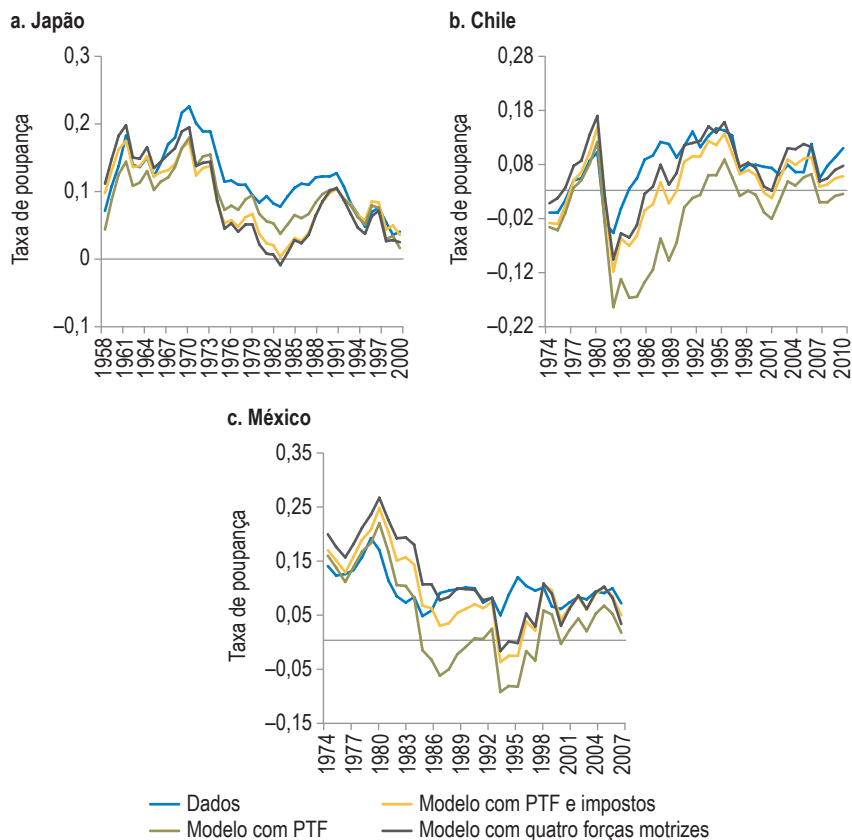
aberto. A próxima seção quantifica quanto cada uma dessas forças contribui para explicar a taxa de poupança em três estudos de caso, dois deles da América Latina.

Quantificação do vínculo entre produtividade e poupança

Para quantificar o impacto do crescimento da produtividade na poupança, Chen, İmrohoroğlu e İmrohoroğlu (2006) adotam uma versão do modelo descrito acima, ajustado aos dados do Japão. As taxas de poupança são simuladas alimentando-se o modelo com a dinâmica observada do crescimento da PTF, bem como outras forças motrizes que podem afetar os retornos do investimento, ou seja, aumento da população, taxas efetivas de tributação do capital e consumo do governo. Os resultados desse exercício são apresentados na figura 10.3 com o título de “modelo com quatro forças motrizes”. Além disso, a figura apresenta duas outras taxas de poupança simuladas. Uma delas usa somente a série de crescimento da PTF e as taxas de tributação da renda do capital, mantendo os gastos do governo e o aumento da população constantes (“modelo com PTF e impostos”). Finalmente, com o título “modelo com PTF”, somente a série de crescimento da PTF é usada para simular a taxa de poupança, mantendo as outras três forças constantes. A principal conclusão é que a taxa de poupança simulada usando apenas o crescimento observado da produtividade, segue adequadamente a evolução da taxa de poupança observada do Japão.

Será que esse resultado se aplica à América Latina também? Para responder a essa pergunta, o modelo é ajustado ao México e ao Chile, a exemplo do que foi feito para o Japão. Esses países oferecem exemplos na região de duas experiências contrastantes de crescimento da produtividade e da dinâmica da taxa de poupança. No Chile e no México, a produtividade aumentou e diminuiu repentinamente, com a “crise da dívida” no início da década de 1980³. A partir de meados dos anos 1980, tanto o crescimento da produtividade como a taxa de poupança se recuperaram no Chile, mas não no México.

Além do crescimento real da PTF, o modelo é alimentado com taxas de impostos, consumo do governo e crescimento da população, primeiro de forma conjunta e depois sequencialmente. As taxas de poupança simuladas para três diferentes cenários (isto é, igual ao caso do Japão) são apresentadas nos painéis b e c da figura 10.3, juntamente com as taxas de poupança reais. Algumas observações importantes surgem do exercício.

Figura 10.3 Previsões das taxas de poupança do modelo neoclássico

Fonte: Cálculos próprios e Chen, İmrohoroğlu e İmrohoroğlu (2006).

Nota: No caso do México, a parametrização do modelo segue de perto Kehoe e Meza (2011), que estudaram a experiência de crescimento do México durante o período pós-guerra. O “modelo com quatro forças motrizes” = crescimento da PTF, crescimento populacional, consumo do governo e alíquota de imposto de 53% para 1970–88 e 22% a partir de então. O “modelo com PTF e impostos” = consumo do governo e crescimento populacional nas médias da amostra, mas inclui a “reforma fiscal” de 1987. O “modelo com PTF” usa a alíquota de imposto anterior à reforma (55%) para todo o período. A justificativa para incluir uma queda significativa na alíquota de imposto vem da principal reforma do imposto de renda de pessoa jurídica do México, realizada em 1987 (Urzúa, 1993). No caso do Chile, a parametrização do modelo acompanha de perto Bergoening et al. (2002). Dada a falta de dados confiáveis, as alíquotas do imposto sobre o capital foram fixadas em 55% entre 1960 e 1987 e em 12% a partir de então (Bergoening et al., 2002). Hsieh e Parker (2007) apresentaram evidência convincente de que as alíquotas do imposto de renda de pessoa jurídica foram reduzidas nessas magnitudes aproximadas por volta de 1986–87.

Em primeiro lugar, no caso do México, o crescimento da PTF e as alíquotas do imposto sobre o capital geram uma taxa de poupança simulada que replica muito bem a taxa de poupança real. Em particular, o modelo com apenas essas duas forças motrizes (“modelo com PTF e impostos”) é capaz de explicar a ascensão e a queda da taxa de

poupança na época da crise da dívida e sua estagnação posterior⁴. Em segundo lugar, embora o crescimento da produtividade ajude a explicar a *dinâmica* das taxas de poupança ao longo desse período, as alíquotas do imposto sobre a renda do capital tiveram um papel importante na explicação do *nível* das taxas de poupança após a crise da dívida. No modelo, as alíquotas do imposto sobre a renda do capital servem como indicador aproximado das distorções de investimento na economia. Os resultados mostram que, para replicar a evolução da taxa de poupança observada no México, são necessários tanto o crescimento da PTF como essas outras distorções de investimento.

No caso do Chile, o modelo prevê um aumento e em seguida uma queda dramática da taxa de poupança por volta da época da crise da dívida no início dos anos 1980. A série denominada “modelo com quatro forças motrizes” mostra que a taxa de poupança simulada pode reproduzir as principais tendências na taxa de poupança do Chile, talvez até melhor do que para o México. Em nítido contraste com o caso mexicano, no Chile a taxa de poupança subiu de forma constante nos anos posteriores à crise e ao longo dos anos 1980 e início dos anos 1990. Para determinar o principal motor desse aumento, a figura 10.3 compara três taxas de poupança produzidas pelo modelo. Os resultados mostram que o forte crescimento da PTF após a crise do início dos anos 1980 foi a principal força motriz por trás do comportamento de poupança observado⁵. Mais uma vez, os impostos sobre o capital (isto é, um indicador aproximado das distorções de investimento mais amplas) são importantes para determinar o nível da taxa de poupança, talvez em maior medida do que para o México.

Em suma, essa análise revela três grandes lições. Em primeiro lugar, como no Japão, a dinâmica da produtividade ajuda a explicar as grandes tendências das taxas de poupança no México e no Chile. Em segundo lugar, as simulações tanto para o Chile como para o México corroboram a hipótese de que incentivos à poupança (ou seja, retornos do investimento) são importantes nas decisões de poupar. Finalmente, e este talvez seja o aspecto mais importante, outros fatores (ou seja, distorções de investimento) desempenham um papel mais central para explicar o nível das taxas de poupança no Chile e no México do que no caso do Japão. No mundo real, essas distorções vão além dos impostos sobre a renda do capital; também incluem, por exemplo, as distorções nos mercados financeiros que aumentam o custo do crédito para as empresas. Há muitas evidências de que as distorções de

investimento estão presentes na região e, portanto, deveriam chamar a atenção dos formuladores de políticas interessados em aumentar a poupança.

As entrelinhas

Embora possa ajudar a racionalizar uma relação causal que vai do crescimento da produtividade até a poupança, o mecanismo descrito acima tem duas limitações potenciais⁶. Em primeiro lugar, o modelo pressupõe um contexto de economia fechada. O crescimento da produtividade teria menos importância para a poupança interna se os países pudessem substituir perfeitamente a poupança interna pela poupança externa. Em uma economia aberta de pequeno porte, o capital estrangeiro deveria entrar no país diante de um maior crescimento da produtividade, em busca de retornos mais altos para o investimento. Por isso, o investimento seria dissociado da poupança interna. No entanto, as evidências dessa dissociação não são claras (ver Feldstein e Horioka [1980], e capítulos 4 e 5)⁷.

Em segundo lugar, uma análise recente conclui que os fluxos de capital dos países ricos para os países pobres não são apenas baixos (como argumenta Lucas, 1990), mas sua alocação nos países em desenvolvimento está em desacordo com aquela prevista pela versão de economia aberta do modelo descrito acima (Gourinchas e Jeanne, 2013). Não apenas a forte correlação positiva entre crescimento da produtividade e entrada de capital estrangeiro não é observada nos dados, o que ocorre de fato é uma correlação negativa entre os dois — um fenômeno conhecido como o “enigma da alocação”.

Por que o capital não flui para países com maior crescimento da produtividade, a fim de aproveitar os retornos mais elevados para o investimento? Gourinchas e Jeanne (2013) argumentam que, uma vez que os indivíduos podem poupar não apenas por meio de capital físico, mas também por meio de ativos financeiros no exterior, a tributação dos retornos do capital físico oferece uma explicação incompleta para o padrão dos fluxos de capital e da poupança interna. Contrariamente, grandes distorções na acumulação de riqueza — poupança — e não na sua alocação (entre capital físico interno e ativos financeiros estrangeiros) são responsáveis pelo padrão particular de fluxos líquidos de capital observados na América Latina (em oposição, digamos, a países da Ásia que realmente subsidiam a poupança). Esse resultado confirma a ideia

de que em uma economia fechada, o imposto sobre a renda do capital também atua como um imposto sobre a poupança. Além disso, reafirma a importância de que sejam examinadas as distorções de investimento enfrentadas pelas empresas na América Latina, exercício realizado na segunda parte deste capítulo.

Além disso, o modelo pressupõe que todas as empresas são homogêneas. Isso implica estudar o consumo, o trabalho e as decisões de poupança do ponto de vista de um agente representativo (ou seja, sem distinção entre empresas ou famílias). Em particular, quem toma as decisões de poupança é irrelevante no sentido de que os mesmos resultados são alcançados, independentemente do poupador — empresas ou famílias. Reconhecer que os agentes variam em inúmeras dimensões — por exemplo, em termos de riqueza e produtividade — tem duas implicações importantes. Em primeiro lugar, o crescimento da produtividade agregada agora resulta da combinação dos níveis e das taxas de crescimento das produtividades individuais de todas as empresas em operação em um determinado momento (ver Busso, Fernández e Tamayo, 2016). Em segundo lugar, a alocação eficiente de capital requer arranjos institucionais, tais como mercados financeiros, para que a poupança possa fluir de empresas e setores para o seu uso mais produtivo. Ou seja, com agentes heterogêneos, é importante determinar quem poupa e quanto poupa⁸. Por essa razão, o restante deste capítulo tem como foco a heterogeneidade e as distorções nas decisões de poupança-investimento.

Uma análise das decisões de poupança das empresas

Como os empresários, por natureza, têm diferentes ideias e capacidade para organizar a produção, as empresas na economia têm diferentes níveis de produtividade. Quem produz e quanto produz são aspectos importantes para a produtividade agregada. Se um empresário altamente produtivo enfrenta inúmeros obstáculos nos mercados financeiros (também conhecidos como fricções financeiras) e, portanto, não pode obter o crédito necessário para financiar projetos, o crescimento da empresa será drasticamente limitado, uma vez que precisará de tempo para acumular fundos internos. Isso resulta em menor crescimento da produtividade agregada no longo prazo.

Como discutido anteriormente, o baixo crescimento da produtividade oferece poucos incentivos para que a economia poupe. No

entanto, embora as fricções financeiras impeçam o crescimento da produtividade e, portanto, resultem em menor poupança agregada, ainda assim induzem as empresas produtivas a poupar (ou seja, a acumular fundos internos), a fim de superar a falta de acesso aos mercados de crédito. Portanto, paradoxalmente, as fricções financeiras resultam em uma maior porcentagem de poupança empresarial (em vez de poupança familiar) na economia. A análise da distribuição da poupança privada na economia, bem como dos padrões de poupança empresarial, oferece evidências de que as fricções financeiras distorcem os sinais de preços e os incentivos para poupar.

Por que as empresas poupam?⁹ Para começar, as empresas devem satisfazer regularmente as necessidades de caixa no curso normal dos negócios. Uma vez que é oneroso converter os ativos financeiros não monetários com frequência em dinheiro para pagamentos, as empresas precisam guardar dinheiro para efetuar esses pagamentos. Além desse motivo relativo a transações, há um motivo precaucionário: as empresas poupam para que possam reagir mais rapidamente a choques adversos ou a oportunidades de investimento quando o acesso aos mercados financeiros é oneroso ou demanda tempo. Finalmente, e talvez o mais importante, as empresas poupam para financiar investimento atual e futuro.

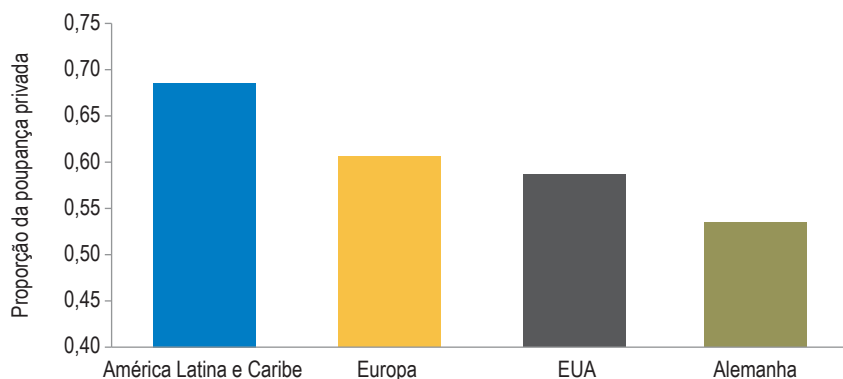
Em contraste com as famílias, que decidem poupar para aumentar o consumo futuro, as empresas decidem quanto poupar e investir para maximizar seus lucros com base nos custos relativos das fontes internas e externas de financiamento.

Em uma economia sem qualquer custo de transação, falência ou custos de agência, sem quaisquer distorções fiscais, com informações simétricas e mercados eficientes, a estrutura de financiamento do capital da empresa seria irrelevante para o seu valor (Modigliani e Miller, 1958). Nessa economia ideal, as empresas não teriam nenhuma razão para poupar. Se precisassem de fundos para construir novas fábricas, comprar novas máquinas ou superar quedas inesperadas nas vendas ou aumentos de gastos, poderiam endividar-se e pagar suas dívidas no futuro. Em uma economia desse tipo, o custo dos empréstimos (taxa de juros) seria igual ao custo dos fundos internos. Em um mundo com informações simétricas, os bancos, conhecendo tudo o que a empresa faz, forneceriam esses recursos se a empresa o considerasse rentável no longo prazo; caso contrário, a empresa, antes de tudo, não estaria disposta a contrair empréstimos.

O mundo real, no entanto, está repleto de custos de transação, falência e de agência; há impostos distorcivos e fricções de informação; e os mercados podem ser ineficientes. A título de simplificação, esses impedimentos são denominados “fricções financeiras”. Essas fricções tornam o financiamento externo relativamente mais caro do que o financiamento interno, aumentando, assim, os incentivos para que as empresas poupem em vez de contrair empréstimos. As assimetrias de informação podem dissuadir as empresas que querem endividar-se de encontrar financiadores dispostos, já que para estes é oneroso determinar a viabilidade dos projetos de investimento. Isso aumenta o custo de financiamento externo e incentiva as empresas a poupar. A assim chamada teoria da hierarquização das fontes de financiamento (Myers e Majluf, 1984) prevê que, com base no custo relativo das empresas, para elas é mais conveniente usar primeiro a sua própria poupança, em seguida usar a dívida e, finalmente, como último recurso, emitir ações.

Assim, a porcentagem de poupança privada gerada pelas empresas pode ser bastante grande na maioria das economias. A figura 10.4 mostra a porcentagem de poupança empresarial em relação ao total de poupança privada calculada com base nos dados das contas nacionais (Bebczuk e Cavallo, 2016). A figura apresenta informações para um subconjunto de países da América Latina, para os quais há dados

Figura 10.4 Participação da poupança empresarial na poupança privada



Fonte: Cálculos próprios com base em Bebczuk e Cavallo (2016).

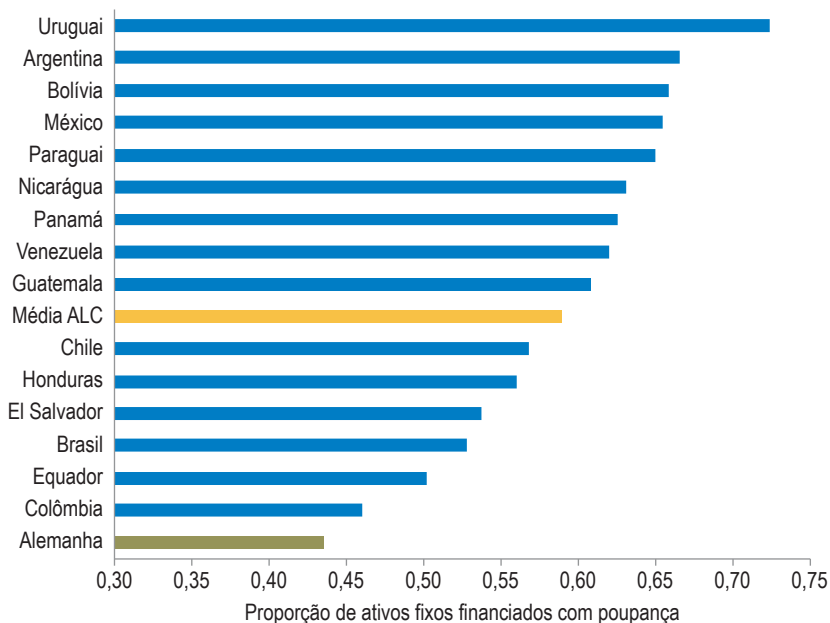
Nota: América Latina e Caribe refere-se a Brasil, Chile, Colômbia, Equador, Guatemala, Honduras e México. Europa refere-se a Áustria, Bélgica, Espanha, França, Itália, Países Baixos, Portugal, Reino Unido e Suíça. Os dados referem-se aos anos 2008-12. A poupança privada é a soma da poupança familiar e da poupança empresarial.

disponíveis, e para três regiões/países de comparação: Estados Unidos, Alemanha e Europa Ocidental (exceto Alemanha). As empresas nessas regiões/países respondem por mais de 50% da poupança privada, incluindo a América Latina, onde a porcentagem de poupança privada empresarial é de 68%.

Na maioria das economias, a empresa média financia uma grande parte dos seus projetos de investimento, usando a sua própria poupança. As empresas na América Latina seguem essa norma, financiando entre 45% e 75% do seu capital com suas próprias poupanças (ver figura 10.5). Mesmo na Alemanha, país com um sistema financeiro mais desenvolvido, a empresa média financia 44% dos seus ativos fixos com poupança própria¹⁰.

Por que as empresas em determinadas economias parecem depender em maior medida de poupança própria para financiar seu estoque de capital? Uma explicação provável é que seus sistemas financeiros

Figura 10.5 Financiamento empresarial com poupança própria, Alemanha e países selecionados da América Latina e do Caribe



Fonte: Cálculos próprios com base na Pesquisa do Ambiente Empresarial Mundial (WBES) do Banco Mundial. Ver Busso, Fernández e Tamayo (2016) para mais detalhes.

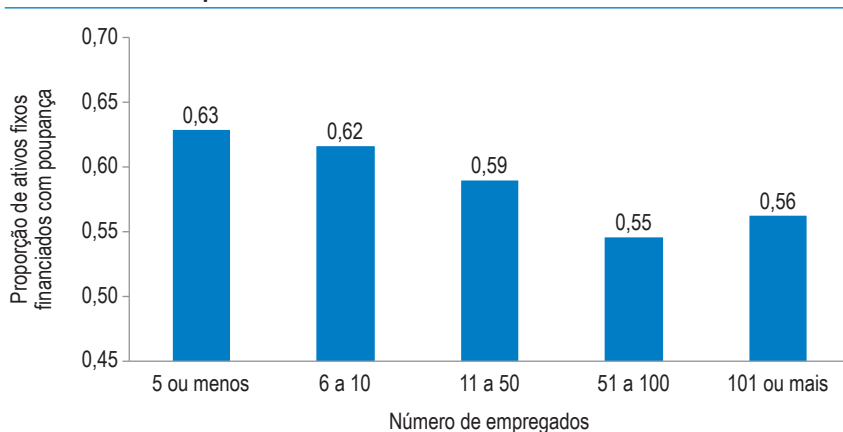
Nota: A poupança empresarial é definida como fundos internos ou lucros retidos. ALC = América Latina e Caribe.

estão menos desenvolvidos. As empresas que enfrentam menores restrições financeiras dependem menos de fundos internos para financiar o seu investimento de capital. Essas empresas geralmente enfrentam exigências de garantias menos rigorosas (Beck, Demirgüç-Kunt e Maksimovic, 2005, 2008) e, dado o seu porte, geralmente estão sujeitas a assimetrias de informação menos graves, o que resulta em mais fontes de financiamento (Diamond e Verrecchia, 1991). A figura 10.6 mostra que a proporção de fundos internos para financiar capital diminui com o porte da empresa; ela é menor para as grandes empresas, que enfrentam menos restrições financeiras.

A figura 10.7 usa uma medida mais direta ao analisar o acesso real ao crédito. No gráfico de dispersão, cada ponto representa uma combinação entre a porcentagem do investimento financiado com poupança própria e a porcentagem de empresas com acesso ao crédito. Essa figura confirma que quanto maior o acesso ao crédito, menor a proporção do investimento financiado com poupança própria.

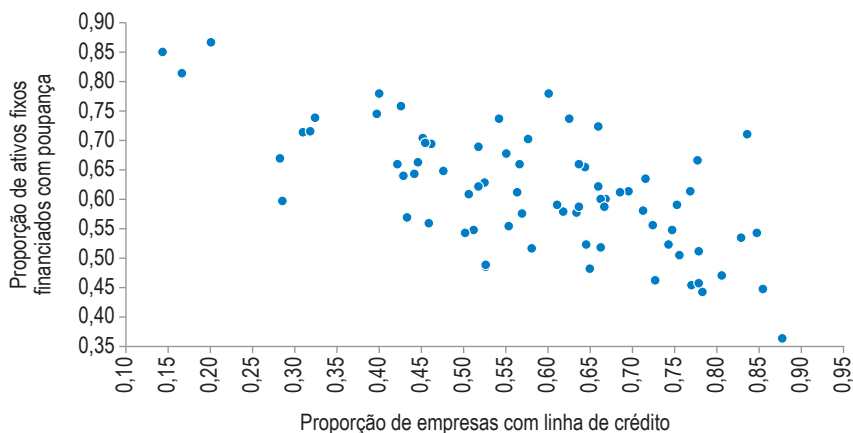
As fricções financeiras parecem ser um problema particularmente grave nas economias da América Latina, onde o desenvolvimento financeiro é baixo. Fernández e Tamayo (no prelo) estudam as causas institucionais do subdesenvolvimento financeiro e seus efeitos no crescimento. Os autores destacam as instituições fracas da América Latina, que resultam, por exemplo, na baixa proteção aos credores.

Figura 10.6 Proporção de ativos fixos financiados com poupança, por porte da empresa



Fonte: Cálculos próprios com base na Pesquisa do Ambiente Empresarial Mundial (WBES) do Banco Mundial. Ver Busso, Fernández e Tamayo (2016) para mais detalhes.

Nota: A poupança empresarial é definida como fundos internos ou lucros retidos.

Figura 10.7 Ativos fixos financiados com poupança e acesso ao crédito

Fonte: Elaboração própria baseada na Pesquisa do Ambiente Empresarial Mundial (WBES) do Banco Mundial. Para uma lista de países e outros detalhes, ver Busso, Fernández e Tamayo (2016).
Nota: Cada ponto representa uma combinação país-tamanho da célula.

Vale assinalar que o baixo desenvolvimento financeiro pode ter sido um gargalo no processo de redistribuição de recursos no rastro das grandes reformas implementadas por muitos países na região em décadas anteriores.

Poupança empresarial: uma saída para as empresas produtivas

A poupança empresarial é um remédio imperfeito para o subdesenvolvimento financeiro. Poupar pode ajudar as empresas a superar fricções financeiras para que possam crescer. Dessa forma, a poupança está relacionada com a produtividade da empresa e o crescimento da PTF agregada. As empresas geralmente começam em pequena escala com ideias, baixos níveis de capital e apenas alguns empregados. As pequenas empresas aprendem a organizar o seu negócio e as suas práticas e, com o tempo, percebem se são produtivas ou não. Nem todas as empresas, no entanto, nascem iguais.

As empresas pequenas e improdutivas têm baixos produtos marginais de capital e trabalho. Não têm motivo, necessidade ou capacidade para expandir. Dependendo da concorrência e da distorção de preço que enfrentam no seu setor, podem sobreviver com baixos níveis de capital. Consequentemente, não sentem nenhuma necessidade de poupar muito. Sua probabilidade de sair do mercado em que

operam, em um determinado ano, é alta (Davis, Haltiwanger e Schuh, 1996). Na América Latina, essas empresas geralmente são pequenas, informais e familiares, e sobrevivem principalmente porque distorções lhes permitem pagar custos de insumos mais baixos ou cobrar preços mais altos.

Para as pequenas empresas produtivas, no entanto, o ideal é crescer contratando mais mão de obra e adquirindo mais capital físico. Esse processo de crescimento das empresas geralmente requer investimentos de longo prazo na forma de instalações novas e maiores, que requerem recursos substanciais que só são recuperados gradualmente ao longo do tempo. Mesmo que o custo do investimento necessário seja pequeno em relação ao fluxo potencial de lucros futuros, a empresa poderia esperar que os custos serão muito altos em comparação com os parcos lucros de uma produção pequena. Assim, poupar para investimentos futuros poderia ser a única maneira de crescer, e esse processo pode levar um longo tempo.

Portanto, as fricções financeiras têm implicações tanto para o crescimento da PTF agregada como para o nível e tipo de poupança gerado na economia. Para entender por que, as empresas podem ser classificadas em três tipos: pequenas empresas improdutivas que permanecem pequenas ou, eventualmente, saem do mercado; pequenas empresas produtivas que gostariam de crescer, mas não podem por causa das restrições financeiras; e empresas que deram o salto para uma escala maior.

Em uma economia com poucas fricções financeiras, as pequenas empresas produtivas podem endividar-se substancialmente para modernizar suas instalações. As grandes empresas investem para manter o seu capital físico. As pequenas empresas produtivas crescem rapidamente, aumentando a demanda por capital e mão de obra, que se traduz em salários mais altos e retornos elevados do acúmulo de capital. Essas alterações de preços têm muitas implicações. Em primeiro lugar, salários mais altos eventualmente convencem alguns pequenos empresários improdutivos a fechar suas portas e a se tornar assalariados. Portanto, uma economia desse tipo tem uma parcela significativa de grandes empresas. Como as empresas produtivas crescem rapidamente, a parcela de pequenas empresas produtivas é mínima, e quase não há pequenas empresas improdutivas. Uma vez que a produtividade total dos fatores da economia é uma soma ponderada da produtividade das empresas individuais, essa economia desfruta de

maior crescimento da produtividade agregada. Além disso, retornos mais altos (no equilíbrio) do investimento se traduzem em maiores incentivos para que os indivíduos poupem. Assim, a poupança agregada também é maior.

Considere agora uma economia com um alto grau de fricção financeira, supondo a mesma distribuição da produtividade das empresas mencionadas anteriormente. As pequenas empresas produtivas não podem contrair empréstimos para modernizar instalações e devem poupar uma parte maior dos recursos necessários para investir; portanto, permanecem pequenas por mais tempo. A demanda de mão de obra não aumenta, e os salários permanecem baixos. Tampouco aumenta a demanda de capital, e os retornos do acúmulo de capital também permanecem baixos. Em uma economia com essas características, a combinação de empresas é muito diferente. Há uma parcela menor de grandes empresas, uma parcela maior de pequenas empresas produtivas que querem crescer mas não podem, e uma parcela maior de pequenas empresas improdutivas. O aumento da produtividade agregada e da poupança agregada é mais baixo. A proporção de poupança empresarial em relação à poupança familiar é maior, porque a poupança é a única forma que as empresas têm para modernizar suas instalações. Nesse sentido, o excesso de poupança empresarial indica um sistema financeiro subdesenvolvido.

Em média, as empresas mais produtivas tendem a poupar mais. E o que é mais importante, empresas produtivas sem acesso ao crédito tendem a poupar mais do que empresas improdutivas (ver Busso, Fernández e Tamayo, 2016). Essa correlação é ainda mais forte entre empresas que se candidataram ao crédito mas ainda não o conseguiram. Em outras palavras, mantendo constante a distribuição de porte, as empresas mais produtivas tendem a poupar mais. Isso porque precisam de capital para crescer, mas não podem ter acesso ao crédito.

Há uma literatura recente relativamente extensa que modela formalmente as relações entre fricções financeiras, produtividade das empresas, poupança e crescimento da PTF agregada ao longo das linhas descritas acima. Por exemplo, Midrigan e Xu (2014) usam dados empresariais para calibrar um modelo para a Coreia do Sul (uma economia com baixas fricções financeiras), China e Colômbia (duas economias com altas fricções financeiras). Os autores mostram que sem a poupança empresarial, os custos do subdesenvolvimento financeiro seriam

muito maiores. As imperfeições financeiras têm um efeito negativo no número e na escala de produtores que operam na economia. A capacidade de poupança empresarial de permitir que as pequenas empresas cresçam é mais limitada, precisamente porque a capacidade de poupança delas é baixa¹¹.

Uma abordagem produtiva das políticas públicas

Duas implicações gerais de política são claras. Em primeiro lugar, ao considerar as políticas para promover a poupança, os legisladores não deveriam ignorar reformas econômicas que promovem o crescimento da produtividade. Não é por acaso que os episódios de rápido crescimento da PTF foram acompanhados por aumentos na taxa de poupança agregada e de crescimento do PIB, enquanto os episódios de aumento de poupança sem crescimento da PTF não geraram aumento do PIB. Há uma relação retroalimentadora onde uma maior poupança pode aumentar o crescimento econômico apenas se a poupança adicional é investida em projetos que geram altos retornos e, assim, aumentam o crescimento da produtividade. Infelizmente, o crescimento da produtividade tem sido esquivo na América Latina. As políticas para promover o crescimento da produtividade na região, incluindo aquelas que visam melhorar a alocação de recursos, promover a concorrência e fomentar a inovação nas empresas, são discutidas em Pagés (2010).

Em segundo lugar, uma vez que a produtividade agregada é uma média ponderada da produtividade das empresas individuais, o que as empresas produzem e quanto produzem são fatores que afetam o crescimento da produtividade agregada resultante e, portanto, são cruciais para a geração de incentivos de poupança. Em particular, as graves fricções do mercado financeiro desaceleram a dinâmica das empresas produtivas de forma significativa, uma vez que essas empresas precisam poupar antes que possam crescer. Embora isso permita que as empresas produtivas poupem mais, também resulta em perdas devido à má alocação de recursos, ao crescimento menor da PTF, e a taxas de poupança agregada mais baixas. Além disso, as distorções do mercado de trabalho e do mercado de produtos poderiam interagir com as distorções geradas pelas fricções financeiras e exacerbar o custo em termos de produtividade do subdesenvolvimento financeiro (essas interações são exploradas no quadro 10.1).

QUADRO 10.1. POUPANÇA EMPRESARIAL, INFORMALIDADE, DISTORÇÕES E MÁ ALOCAÇÃO

A América Latina tem um grande número de empresas pequenas, informais e improdutivas, que operam com custos mais baixos de insumos ou preços mais altos de produtos, porque os impostos e as regulações não são devidamente aplicados (Busso, Fazio e Levy, 2012). Ao distorcer os preços, a informalidade pode gerar incentivos para que as empresas improdutivas cresçam, mesmo quando, de outra forma, não o fariam. As ineficiências econômicas geradas por essas distorções trabalhistas e fiscais podem ser amplificadas pela capacidade das empresas para poupar.

Considere uma família proprietária de uma empresa pequena e relativamente improdutiva e que, portanto, extrai pouco produto do trabalho e do capital. Suponha que só existam distorções no mercado de trabalho. Essa empresa informal é menos produtiva do que uma empresa formal no mesmo setor; não paga encargos trabalhistas e, portanto, tem custos de mão de obra mais baixos. A título de simplificação, suponha que o capital é um complemento da mão de obra. Ambas as empresas contratam mão de obra e capital, até que os produtos marginais desses insumos iguallassem seu custo. A empresa informal, que opera com custos trabalhistas mais baixos, contrataria mais mão de obra e capital do que o faria se os recursos fossem eficientemente alocados. Em uma economia com fricções financeiras, a empresa informal provavelmente enfrentará custos mais elevados de financiamento externo do que a empresa formal. Essas distorções do mercado financeiro diminuem a má alocação causada pelas distorções do mercado de trabalho.

Esse argumento ignora o fato de que os empresários podem superar as dificuldades financeiras por meio da poupança. Se houvesse fricções financeiras e não houvesse distorções do mercado de trabalho, as empresas pequenas, informais e improdutivas não teriam motivo para poupar porque, para elas, não seria ideal crescer. No entanto, com as distorções do mercado de trabalho, seus custos trabalhistas cairiam, e isso poderia favorecer potencialmente o interesse dessas empresas em poupar, a fim de adquirir capital (que complementa o trabalho).

Assim, em um contexto de distorções preexistentes, a poupança empresarial pode criar uma ineficiência adicional ao permitir que as pequenas empresas informais burlam as restrições financeiras e, portanto, captem mais recursos (mão de obra e capital) do que de outra forma o fariam. Sem essas distorções trabalhistas preexistentes, esse custo ineficiente da poupança não seria um fator. Aumentar a produtividade agregada reduzindo a má alocação requer reduzir distorções preexistentes em vez de impedir que as empresas poupem, o que provavelmente não é viável.

O custo adicional da má alocação da poupança empresarial depende fundamentalmente do volume real de capital alocado às empresas pequenas, informais e improdutivas, e da situação da demanda de capital dessas

(continua na página seguinte)

QUADRO 10.1. *(continuação)*

empresas. No entanto, a evidência sugere que esse não é um problema de primeira ordem. Para estimar a distribuição do tamanho do capital na economia, é necessário que se realize um censo econômico que abranja todas as empresas nessa economia. O único país na região que tem esses dados é o México. Com base no censo econômico do México de 2008, Busso, Fazio e Levy (2012) concluem que 90% dos estabelecimentos têm menos de cinco empregados e contratam 38% da força de trabalho da economia, mas detêm apenas 13% do capital. Por outro lado, empresas maiores, com 50 empregados ou mais, empregam mais de 70% do capital disponível da economia. Dados da Pesquisa Nacional de Microempresas do México confirmam que as pequenas empresas não usam muito capital: a mediana das pequenas empresas tem um estoque de capital inferior a US\$ 1.000. Isso é consistente com evidências experimentais segundo as quais as pequenas empresas informais têm um produto marginal do capital muito alto para níveis muito baixos de capital (de Mel, McKenzie e Woodruff, 2008) e que diminui drasticamente à medida que as empresas acumulam pequenas quantias de capital (McKenzie e Woodruff, 2006).

Assim, embora as distorções fiscais e do mercado de trabalho sejam grandes e possam resultar em má alocação de recursos — impondo, assim, um alto preço à produtividade dos países em desenvolvimento (Hsieh e Klenow, 2009; Restuccia e Rogerson, 2008) — estas não parecem aumentar devido à poupança empresarial.

Portanto, as políticas para abordar as causas subjacentes das fricções financeiras (tema central do próximo capítulo) podem ajudar a melhorar a alocação de capital, aumentando, assim, os retornos do investimento e os incentivos para poupar. Na busca de mais e, sobretudo, melhor poupança na América Latina e no Caribe, a redução de fricções financeiras pode ter um impacto quantitativamente significativo.

Notas

- ¹ Ver Busso, Fernández e Tamayo (2016) para mais detalhes sobre os dados e a metodologia usados nessa seção, os critérios específicos empregados na identificação desses episódios, bem como uma lista completa dos mesmos.
- ² O trabalho de Busso, Fernández e Tamayo (2016), que serve como apêndice on-line do presente capítulo, apresenta uma descrição matemática completa de como o modelo neoclássico funciona, bem como uma simulação após um aumento futuro esperado da produtividade.
- ³ México e Chile enfrentaram graves crises financeiras e de dívida durante esse período, que se manifestaram na forma de colapso da produtividade, as quais o exercício toma como um dado. O objetivo principal é avaliar como esses eventos determinaram as decisões de poupança durante esse período.
- ⁴ No entanto, quando comparado com o desempenho do modelo em Chen, İmrohoroğlu e İmrohoroğlu (2006), o modelo parece perder parte da dinâmica de curto prazo. Isso é esperado, devido aos dados de qualidade superior com que Chen, İmrohoroğlu e İmrohoroğlu (2006) puderam trabalhar, já que contavam com séries temporais completas de alíquotas do imposto sobre o capital e séries de depreciação rigorosamente construídas a partir de Hayashi (1989).
- ⁵ Cerda et al. (2015) mostram que a queda brusca das alíquotas do imposto sobre lucros acumulados (de cerca de 50% em 1985 para 10% em 1988), proporcionou grandes incentivos à poupança naqueles anos.
- ⁶ Há também explicações alternativas para o vínculo entre o crescimento da produtividade e a poupança. De fato, Aghion et al. (2009) postulam que a própria baixa produtividade pode ser reforçada por baixas taxas de poupança interna. De acordo com o seu modelo, o crescimento nos países pobres resulta de inovações que permitem aos setores locais acompanhar a fronteira tecnológica. No entanto, isso requer a cooperação de um investidor estrangeiro familiarizado com a fronteira e de um empresário nacional familiarizado com as condições locais. A poupança interna permite ao empresário local participar desse empreendimento cooperativo, mitigando, assim, potenciais problemas de agência.
- ⁷ O capítulo 5 apresenta evidências da substituíbilidade imperfeita entre poupança interna e externa. Além disso, de la Torre e Ize (2015),

que sustentavam a presença de custos de transação que permitiriam fazer da poupança externa e interna substitutos imperfeitos, recentemente confirmaram isso para a América Latina.

- ⁸ Cabe observar que, com mercados financeiros perfeitos, a heterogeneidade não tem um efeito real, uma vez que todas as empresas poderiam contrair empréstimos livremente para atingir rapidamente o seu porte ideal. Da mesma forma, os mercados financeiros imperfeitos sem heterogeneidade reverterem para o mundo neoclássico (ver Busso, Fernández e Tamayo, 2016).
- ⁹ Ver Bebczuk e Cavallo (2016) para um tratamento completo dessa questão.
- ¹⁰ Esse resultado é semelhante ao apresentado em Kawamura e Ronconi (2015). A principal diferença é que, neste capítulo, os dados da WBES são redistribuídos, a fim de manter constante a distribuição do porte das empresas em diferentes países. Isso é feito para evitar que diferenças na estrutura de amostragem de cada país afetem os resultados. Ver Busso, Fernández e Tamayo (2016) para mais detalhes.
- ¹¹ Buera, Kaboski e Shin (2011) usam um modelo similar para explicar a relação entre a produtividade total dos fatores agregada e o desenvolvimento financeiro em diferentes países. Os autores pressupõem que após a produção, os empresários poderiam descumprir os contratos de empréstimos. Essa aplicação imperfeita dos contratos introduz uma fricção financeira que distorce a alocação de capital entre as empresas, bem como suas decisões de entrada/saída, o que reduz o crescimento da produtividade agregada. Em seu modelo, o autofinanciamento voltado para o futuro (ou seja, a poupança) pode mitigar a má alocação resultante. No entanto, o autofinanciamento em maior escala é mais difícil quando as necessidades financeiras são maiores. Assim, os setores de grande escala (como os de produção) são mais afetados pelas fricções financeiras do que os setores de menor escala (como os de serviços). A variação no desenvolvimento financeiro explica 80% da diferença na produção por trabalhador entre o México e os Estados Unidos.

11 Rompendo o círculo vicioso: políticas financeiras para uma poupança de alta qualidade

Este livro argumenta que a América Latina e o Caribe sofrem de dois problemas inter-relacionados: a poupança é baixa, e essas poucas poupanças são usadas de forma ineficiente. Os dois problemas estão interligados e são reforçados pelo sistema financeiro — o conjunto de instituições por meio das quais os recursos são canalizados, na economia, dos poupadores para os investidores.

A figura 11.1 acompanha essas ligações. Para começar, a baixa poupança da América Latina significa que apenas um pequeno fluxo de recursos está disponível para as empresas e os indivíduos que precisam investir. Essa oferta restrita de fundos para empréstimos, por sua vez, limita o crescimento da indústria financeira, resultando em altos custos unitários para canalizar fundos entre credores e devedores (o processo de intermediação financeira). Os altos custos do processo de canalização de fundos aumentam outras distorções nos mercados financeiros, tais como a má qualidade das informações de crédito e a fraca proteção dos direitos de propriedade. O resultado é a má alocação da poupança disponível na economia: por exemplo, as empresas que recebem crédito dos bancos não são necessariamente as mais produtivas, ou aquelas com o maior potencial produtivo, mas sim aquelas que podem oferecer garantia. O uso ineficiente de recursos na economia, por sua vez, é um importante fator determinante da baixa produtividade da região (Pagés, 2010). Finalmente, a baixa produtividade é o outro lado da moeda dos baixos retornos do investimento e da poupança (ver capítulo 10). Não é de surpreender, dados os baixos retornos da poupança que prevalecem

Figura 11.1 O círculo vicioso de baixa poupança e intermediação financeira ineficiente



Fonte: Elaboração própria.

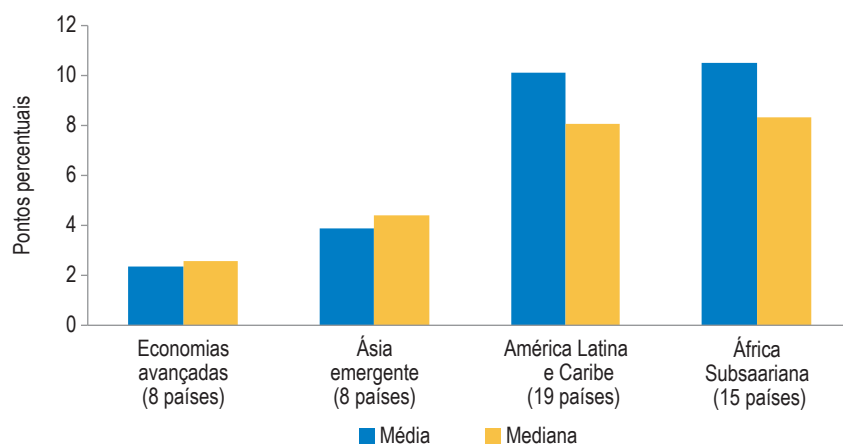
na região, que as poupanças — e a intermediação financeira das poupanças disponíveis — também sejam baixas.

O círculo termina onde começou: a América Latina e o Caribe constituem uma região de baixa poupança, com sistemas financeiros pouco desenvolvidos. Romper esse círculo vicioso exige ações de políticas concertadas para melhorar a intermediação financeira. Este capítulo discute duas vias que podem ajudar a romper o círculo: (1) reduzir as fricções do mercado financeiro para melhorar a eficiência da intermediação; e (2) incentivar um uso mais amplo dos instrumentos formais de poupança financeira para reduzir os custos unitários de operação.

Rumo a um sistema financeiro eficiente

Em um mundo ideal, com mercados financeiros competitivos, sem fricções, os recursos fluem em direção aos projetos de investimento mais produtivos, e os retornos desses projetos são refletidos na taxa de juros paga aos poupadores. Ou seja, idealmente, os mercados financeiros desenvolvidos e competitivos geram altos retornos ao capital e baixos *spreads* da taxa de juros, que se traduzem em altos retornos para os

Figura 11.2 Diferencial de taxas de juros entre empréstimos e depósitos por região, média 2006–13



Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados de *Global Financial Development* do Banco Mundial. Nota: O diferencial da taxa de juros é a taxa de juros cobrada pelos bancos por empréstimos a clientes do setor privado, menos a taxa de juros paga por bancos comerciais ou similares por depósitos por demanda, tempo ou de poupança. Os termos e condições dessas taxas diferem por país, dificultando, portanto, sua comparação. Ver nota 3 do capítulo 2 para a lista de países em cada grupo de países.

poupadores. Entretanto, a baixa produtividade do capital¹ e as margens muito altas sobre a taxa de juros que é cobrada dos credores e a que os depositantes recebem, ilustram o quanto a região está longe desse mundo ideal (ver figura 11.2)². Os sistemas financeiros de toda a região não são intermediários eficientes de poupança; ao contrário, esses sistemas são pequenos e estão fragmentados entre instituições formais e informais (ver capítulo 3).

As distorções do mercado financeiro e a baixa produtividade estão interligadas porque as fricções financeiras normalmente prejudicam a alocação eficiente da poupança. A má alocação de recursos reduz a produtividade da região para cerca de metade do seu potencial (Pagés, 2010). Se a produtividade fosse maior, não só a poupança acumulada seria usada de forma mais eficiente, mas a poupança seria acumulada mais rapidamente, em resposta aos retornos mais altos gerados pelo aumento da produtividade.

Pelo menos dois tipos de fricções financeiras são comuns na região e reduzem o crescimento da produtividade. Em primeiro lugar, os intermediários financeiros não dispõem de informações de boa qualidade sobre os potenciais mutuários. Com pouca informação nas quais basear suas decisões, os credores estão, essencialmente, voando às cegas.

Assim, aumentam as margens de intermediação financeira cobrando mais para cobrir os seus riscos. Como problemas de informações assimétricas podem desviar a poupança de seus usos mais produtivos, as reformas que melhoram o compartilhamento de informações deveriam melhorar a alocação de recursos e a eficiência. Embora a região tenha obtido importantes progressos nesse sentido — especialmente ao ampliar a cobertura das agências de crédito — a qualidade e a atualidade das informações disponíveis por meio dessas agências são relativamente baixas em alguns países³. Ainda que as informações de crédito sejam abundantes em alguns países, são escassas em outros, uma vez que o contexto jurídico não favorece o armazenamento e a troca desse valioso recurso (ver Frisancho, 2012). Em média, o arcabouço regulatório (ou seja, as regras que determinam o escopo, a acessibilidade e a qualidade das informações de crédito disponíveis por meio de registros de crédito públicos ou privados) é menos propício ao compartilhamento de informações na América Latina e no Caribe do que em outras regiões do mundo (ver tabela 11.1).

Uma segunda restrição ao desenvolvimento do mercado financeiro e ao crescimento da produtividade na região está relacionada com o custo de assegurar o cumprimento de contratos financeiros. Para que as relações financeiras possam prosperar, as obrigações de cada parte devem ser explícitas, e um agente fiscalizador imparcial deve estar pronto para agir se necessário. Infelizmente, a proteção efetiva dos

Tabela 11.1 Indicadores do mercado de crédito institucional, média 2014–16

Região	Índice de profundidade da informação do crédito ^a (0–8)	Índice de robustez dos direitos legais ^b (0–12)
América Latina e Caribe	5,8	4,4
Economias avançadas	6,7	6,1
Outros países emergentes	6,4	5,0

Fonte: Cálculos próprios com base em Banco Mundial (2016).

^a O índice de profundidade da informação do crédito mede as regras que afetam o alcance, a acessibilidade e a qualidade da informação sobre crédito disponível por meio de registros de crédito públicos ou privados. O índice varia de 0 a 8, e os valores mais altos indicam a disponibilidade de mais informações sobre crédito, seja de um registro público ou de uma agência privada, para facilitar as decisões sobre empréstimos.

^b O índice de robustez dos direitos legais mede o grau em que as leis sobre garantias e falências protegem os direitos de devedores e credores e, assim, facilitam os empréstimos. O índice varia de 0 a 12, e as pontuações mais altas indicam que essas leis são mais favoráveis à ampliação do acesso ao crédito.

Ver nota 3 do capítulo 2 para a lista de países nas economias avançadas e América Latina e Caribe. “Outros países emergentes” inclui países da Ásia emergente e da África Subsaariana.

direitos de propriedade em contratos financeiros na região é deficiente. A coluna 2 da tabela 11.1 ilustra como América Latina e Caribe estão atrasados em relação a economias avançadas e outros países emergentes no controle do cumprimento de direitos legais, fato que gera maiores custos de intermediação financeira na região. Também alimenta a desconfiança no sistema financeiro, porque a proteção deficiente dos direitos de propriedade afeta tanto credores como devedores⁴. Se ativos devem ser oferecidos como garantia para sinalizar solvência financeira a fim de enfrentar problemas de controle de cumprimento ou hiatos de informação, empresários ricos, mas improdutivos, podem ter acesso a financiamento, enquanto os pobres, mas produtivos, podem continuar excluídos ou pouco assistidos pelos mercados de crédito (ver Buera, Kaboski e Shin, 2011).

Para abordar as distorções subjacentes, são necessárias reformas regulatórias e institucionais. Várias reformas bem-sucedidas foram introduzidas na região. Reformas da lei de falência no Brasil (2004-05), na Colômbia (2011) e, mais recentemente, no Chile (2014) parecem estar reduzindo os custos de controle do cumprimento de contratos financeiros. Pelo menos no caso do Brasil, as reformas aumentaram o acesso ao crédito, especialmente para as pequenas empresas (Araujo, Ferreira e Funchal, 2012). Da mesma forma, a recente introdução de registros de garantias de bens móveis em alguns países busca romper a ligação entre riqueza e acesso a financiamento, ao permitir que capital de giro e algumas formas sólidas sejam apresentados como garantia. Em 2006, o Peru promulgou uma lei sobre garantias para bens móveis, e a Colômbia também aprovou uma lei semelhante em 2013-14. Essas políticas têm ajudado as empresas — especialmente as de menor porte e mais jovens — a ter acesso a financiamento bancário em melhores termos (Love, Martínez Pería e Singh, 2013).

Os altos custos fixos que caracterizam os mercados financeiros criam barreiras adicionais à intermediação financeira eficiente. Custos fixos altos geram incentivos naturais para a concentração da indústria, o que pode levar a práticas não competitivas. Embora haja muita evidência de consolidação no setor financeiro na América Latina nas últimas décadas, não há evidência convincente de que essa consolidação ou o aumento subsequente da concentração tenha reduzido a concorrência (Gelos e Roldós, 2004; BID, 2005; Levy Yeyati e Micco, 2007). No máximo, as medidas padrão de poder de mercado mostram que, pelo menos em alguns países, o poder de mercado nos segmentos de

empréstimos e depósitos caiu ao longo do tempo (Williams, 2012). Por outro lado, a concentração na indústria bancária parece prejudicar a relação custo-eficácia (Tabak, Fazio e Cajueiro, 2011). Essas ineficiências podem persistir somente se vários fatores impedirem a entrada de outros fornecedores no mercado. O capítulo 3 discute como a combinação de altos custos fixos e desigualdade de renda pode limitar o tamanho do sistema financeiro na América Latina e no Caribe porque os bancos, naturalmente, somente se instalam em áreas onde há clientes suficientes que possam pagar os custos dos serviços. Uma maneira de enfraquecer o vínculo entre altos custos fixos de operação e concentração da indústria é ampliar a base de clientes. Um número maior de clientes ajudaria a reduzir os custos unitários das operações, aumentando a atratividade, em termos de lucro, para que outras instituições financeiras entrem na indústria.

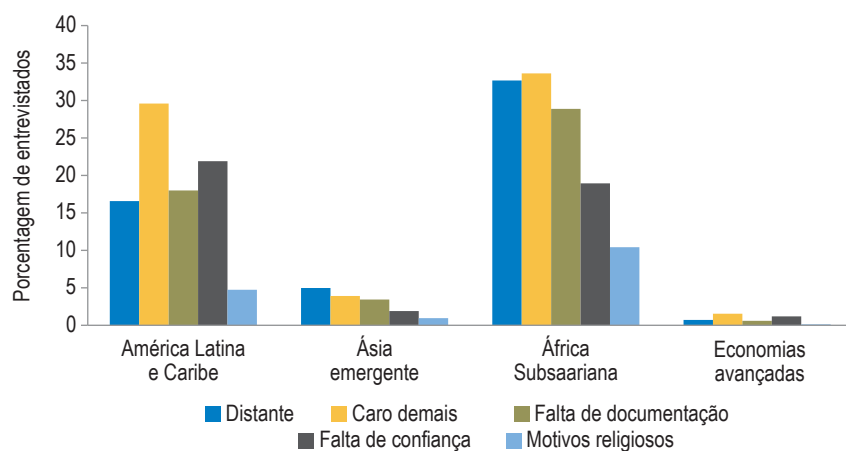
Ampliar a base de clientes

A poupança na região é canalizada por meio de uma série de veículos formais e informais de poupança (ver capítulo 3). Dada essa variedade, os esforços tradicionais de inclusão financeira têm-se centrado no acesso: abertura de contas bancárias para os não bancarizados. Esse é um primeiro passo necessário, mas não suficiente para incentivar a poupança formal (financeira).

Cerca de 55% da população adulta ainda não possui uma conta em instituições financeiras formais. Por que não? De acordo com a base de dados Global Findex de 2014 (Banco Mundial, 2014b), muitas pessoas declaram que essas contas são muito caras, que sua abertura exige documentação em excesso, ou que estão em um sistema financeiro no qual não confiam (ver figura 11.3).

Entre as pessoas que já possuem uma conta, apenas 31% a usam para depositar parte da sua poupança e somente 26% para depositar toda a sua poupança. Porque as pessoas não poupam mais por meio do sistema financeiro? A cobertura física limitada das redes bancárias, a falta de confiança nos bancos e as altas taxas dos serviços são inibidores importantes da poupança formal (ver capítulo 9). Esses fatores atuam como custos pecuniários e não pecuniários, que reduzem os retornos efetivos da poupança formal. Com retornos limitados, não é de estranhar que os poupadores se afastem do sistema financeiro formal como veículo de poupança. Como resolver esses problemas?

Figura 11.3 Razões pelas quais as pessoas não têm uma conta bancária formal, por região, 2014



Fonte: Cálculos próprios com base em Banco Mundial (2014b).

Nota: As barras mostram a porcentagem de entrevistados que não têm conta em uma instituição financeira e a razão. As porcentagens somam mais de 100% em algumas regiões, uma vez que alguns entrevistados declararam mais de uma razão. Ver nota 3 do capítulo 2 para a lista de países em cada grupo de países.

Reduzir os custos dos serviços

As instituições financeiras repassam os altos custos operacionais (unitários) aos seus clientes e, assim, reduzem os retornos efetivos que os poupadores recebem. Na indústria de serviços financeiros, a escala da operação tem importância: se os prestadores de serviços financeiros conseguem repartir os custos fixos (de agências físicas, das reservas necessárias para atender às exigências regulamentares de capital, etc.) entre um número maior de usuários, os custos unitários caem⁵.

Atualmente, apenas as famílias de alta renda podem arcar com os altos custos unitários dos serviços financeiros na região. A exclusão de uma grande parte de potenciais clientes reforça o problema da “pequenez”, criando um círculo vicioso de uma base pequena de clientes, altos custos unitários e exclusão financeira.

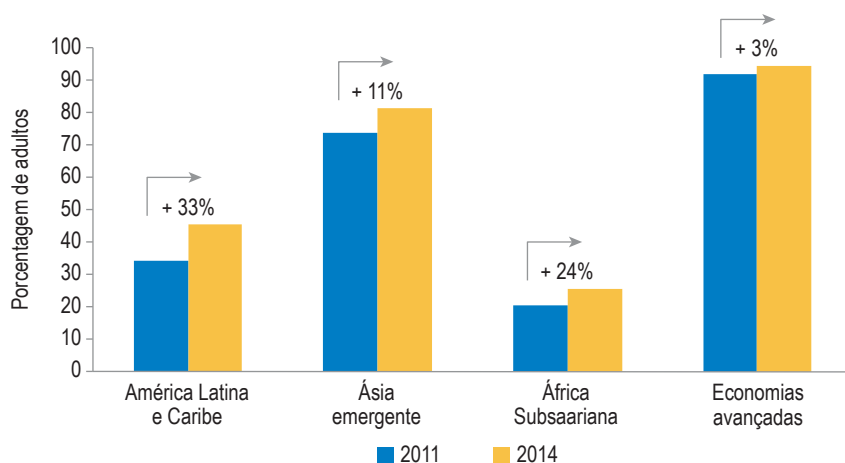
Tradicionalmente, os governos de todo o mundo têm procurado expandir a base de usuários de serviços financeiros, simplesmente permitindo que a demanda impulse o crescimento do sistema financeiro. Mais recentemente, no entanto, os governos — particularmente no mundo em desenvolvimento — têm tentado incorporar potenciais usuários de serviços financeiros através da canalização de grandes mercados

transacionais, tais como transferências governamentais, por meio do sistema financeiro formal.

Essas estratégias podem ter sido bem-sucedidas em aumentar a titularidade de instrumentos formais de poupança. O número de titulares de uma conta de poupança formal aumentou para 45% da população adulta da região em 2014, de 34% em 2011 — um aumento de 33% (base de dados do Global Findex do Banco Mundial). A titularidade de contas aumentou mais na América Latina e no Caribe do que em qualquer outra região do mundo (ver figura 11.4).

Os esforços para expandir a base de clientes podem ajudar a reduzir os custos unitários, o que, por sua vez pode ser um incentivo para poupar mais. Evidências quasi-experimentais demonstram um efeito causal do acesso financeiro no comportamento de poupança. Por exemplo, as pessoas que receberam as suas transferências condicionadas de renda (TCR) no México, na forma de depósito em sua conta bancária, aumentaram suas poupanças totais em 60%, em média, em comparação com aquelas que receberam transferências em dinheiro (Ubfal, 2013). Esse aumento na poupança total — que incluiu instrumentos formais e informais — foi impulsionado principalmente por um aumento da poupança formal.

Figura 11.4 Penetração das contas de poupança formal, 2011 v. 2014



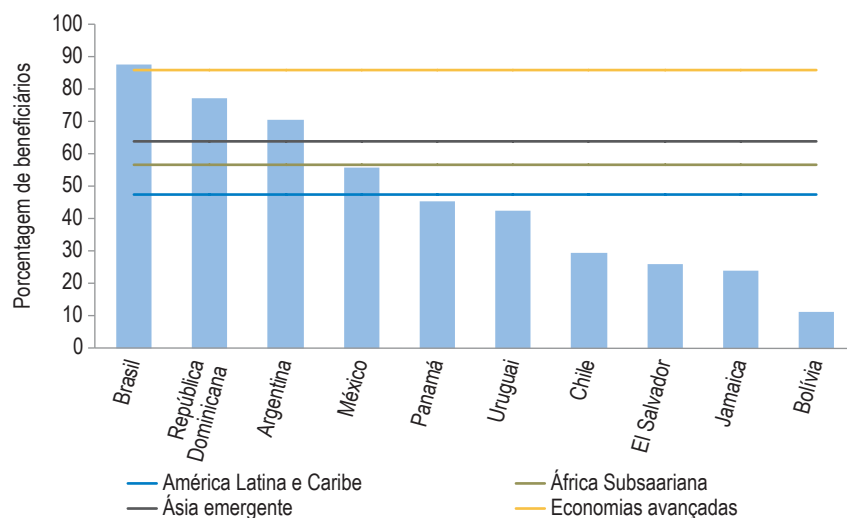
Fonte: Cálculos próprios a partir da base de dados Findex do Banco Mundial.

Nota: A penetração das contas é a porcentagem de entrevistados com mais de 15 anos de idade que tinha conta em uma instituição financeira. Ver nota 3 do capítulo 2 para a lista de países em cada grupo de países. Dados disponíveis apenas para 2011 para Paraguai, Trinidad e Tobago; Comores, Gabão, Lesoto, Libéria, República Centroafricana e Suazilândia, e apenas para 2014 para Belize, Etiópia, Namíbia, Noruega e Suíça.

Apesar dos esforços consideráveis para aumentar a inclusão financeira, ainda há espaço para melhorias em várias frentes. Por um lado, a América Latina e o Caribe ainda têm a menor fração no mundo de transferências governamentais pagas por meio de instrumentos financeiros formais (figura 11.5). Países como Bolívia, El Salvador e Jamaica ainda têm um longo caminho a percorrer para alcançar pelo menos a média regional.

Por outro lado, a maioria dos beneficiários de programas sociais na região que são pagos por meio de contas bancárias retiram o dinheiro de uma só vez, quer precisem do dinheiro naquele momento ou não. Esse percentual é maior do que em outras regiões. Até certo ponto, essa prática pode ser devida a problemas de desenho e desinformação. Por exemplo, em 2009, o programa de TCR da Colômbia — Familias en Acción — começou a pagar os beneficiários por meio de contas de poupança básicas em um banco estatal. Segundo dados da agência do governo encarregada de promover o acesso financeiro — Banca de Oportunidades —, mais de 90% dos beneficiários estavam recebendo as transferências por meio de uma conta no banco estatal até 2012. No entanto, mais de 40% dos beneficiários em Bogotá, o principal centro

Figura 11.5 Transferências do governo pagas por meio do sistema financeiro



Fonte: Cálculos próprios com base em Banco Mundial (2014b).

Nota: A variável denota a porcentagem de beneficiários de transferências com mais de 15 anos de idade, que receberam transferências do governo para uma conta em uma instituição financeira ou por meio de cartão nos últimos 12 meses. Ver nota 3 do capítulo 2 para a lista de países em cada grupo de países.

urbano, achavam que o dinheiro do seu subsídio corria risco se deixado na conta bancária (quando na verdade, isso não ocorria). Da mesma forma, muitos beneficiários não sabiam que a conta bancária usada para depositar a TCR não tinha uma taxa de manutenção, e a maioria não sabia que as contas lhes pagavam juros (Maldonado e Tejerina, 2010). No Brasil, a maioria dos beneficiários de programas sociais recebe transferências por meio de um instrumento com fins limitados (cartão eletrônico), que a partir de 2012 passou a exigir que os fundos fossem retirados no prazo de 60 dias após o recebimento. Esses exemplos sugerem que fornecer mais informações aos destinatários de transferências sobre como as contas bancárias funcionam e prestar atenção ao desenho dos programas pode ajudar a superar a tendência a retirar todos os fundos de uma só vez. Isso ajudaria os beneficiários a dar mais um passo na direção do uso de contas bancárias para poupar e não apenas para fins puramente transacionais.

Em busca da simplicidade

Os governos da região têm incentivado a indústria financeira a criar e oferecer instrumentos de poupança com uma combinação variada de funções, custos e requisitos, para torná-los mais atraentes. Versões simplificadas da conta de poupança tradicional (às vezes denominadas contas simplificadas ou contas básicas) estão se tornando cada vez mais populares. Embora os traços específicos variem de um país para outro, três características distinguem esses instrumentos: oferecem serviços limitados, entre eles tetos de saldos e limites no número de transações permitidas; as instituições financeiras cobram taxas baixas (ou nenhuma taxa) e requerem saldos mínimos (ou nenhum saldo); e exigem menos documentação para a sua abertura do que as contas tradicionais.

Muitos reguladores na América Latina adotaram a iniciativa para popularizar produtos de poupança nessas linhas. Antes de implementar novas políticas para influenciar diretamente as características e o preço dos produtos de poupança, os formuladores de políticas devem ter um diagnóstico claro de por que a inovação e a redução de custos ainda não ocorreram. Se o problema é o fato de esses produtos simplificados não serem rentáveis para os bancos, por exemplo, então obrigar os bancos comerciais a oferecê-los exigiria subsídios públicos. Sem os subsídios, os bancos comerciais poderiam tentar compensar as perdas aumentando o custo de outros produtos financeiros, ou dificultando a

abertura de contas simplificadas por clientes potenciais. Alternativamente, se o problema é má regulação ou burocracia, seriam necessárias reformas regulatórias.

O caso específico de cada país depende das suas circunstâncias particulares. Em geral, América Latina e Caribe ainda ficam atrás de outras regiões em termos da facilidade com que as instituições financeiras podem oferecer produtos de poupança, e os clientes potenciais enfrentam mais exigências para abrir contas bancárias. Segundo o *Global Microscope* da Unidade de Inteligência da revista *The Economist*, América Latina e Caribe, como região, apresentam resultados médios piores do que os do Leste da Ásia e da África Subsaariana nessas duas áreas, embora haja grandes variações entre os países⁶.

O México está na vanguarda dos esforços na região para introduzir contas simplificadas. Em 2011, o país implantou um sistema hierarquizado para os requisitos e custos de abertura e uso de contas bancárias. Os clientes com poupança e necessidades de transação (em volume) relativamente limitadas não precisam ir à agência bancária ou apresentar qualquer forma de identificação para abrir uma conta. Cabe ressaltar que o sistema está em conformidade com os princípios de combate à lavagem de dinheiro. Em dois anos, o número de contas simplificadas em bancos comerciais atingiu 12 milhões (Faz, 2013). Outros países da região estão seguindo o mesmo caminho. Em 2015, por exemplo, a Costa Rica introduziu um sistema de contas de três níveis, cujos custos e exigências são proporcionais aos saldos e às transações permitidas.

Apesar do seu potencial, as contas simplificadas por si só podem não ser suficientes para incentivar uma maior poupança financeira. Os obstáculos que impedem a titularidade de instrumentos formais de poupança podem ser bem diferentes daqueles que restringem o seu uso como veículos de poupança. Além disso, em alguns casos os produtos de poupança simplificados podem não ser rentáveis. As instituições financeiras concluirão que vale a pena promovê-los somente se puderem prever que os usuários “avançarão” para produtos financeiros mais complexos.

Promover uma cultura de poupança

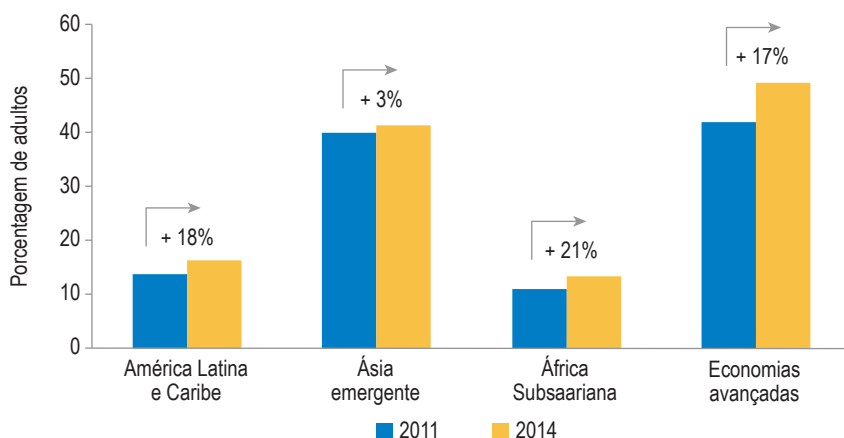
Apesar do aumento no número de contas bancárias em toda a região na última década, o aumento da porcentagem de pessoas que declaram poupar por meio de instituições financeiras formais foi mais modesto. A

poupança por meio de contas formais subiu de 13,9% em 2011 para 16,4% da população adulta em 2014 (figura 11.6) — um aumento de 18% de acordo com a base de dados Findex do Banco Mundial. Ainda assim, apesar do aumento, a região perde para a Ásia emergente e para as economias avançadas, e está apenas ligeiramente à frente da África Subsaariana.

Mais pode ser feito para incentivar a poupança financeira, aproveitando os esforços do governo para ampliar a inclusão financeira. Como a falta de confiança nos bancos é um problema na região, as contas usadas para depositar as transferências do governo podem ser complementadas com ferramentas que ajudem a construir a confiança das pessoas no sistema. Como discutido no capítulo 9, a falta de confiança às vezes está associada à falta de informação. Por exemplo, já que a desconfiança reflete, até certo ponto, a crença de potenciais clientes de que os saldos podem desaparecer se o dinheiro não for retirado, então ferramentas que permitam aos clientes consultar seus saldos com frequência e de forma gratuita, tais como cartões de débito ou outros meios eletrônicos, podem ajudar a construir a confiança do usuário ao longo do tempo.

A evidência experimental mostra que as pessoas poupam mais quando passam a confiar no sistema. Bachas, Gertler, Higgins e Seira (2015) estudam uma amostra de beneficiários do Oportunidades-Progressa

Figura 11.6 Poupança por meio de contas formais, 2011 v. 2014



Fonte: Cálculos próprios com base em Banco Mundial (2014b).

Nota: Medida como a porcentagem de entrevistados com mais de 15 anos de idade que pouparam em uma instituição financeira nos últimos 12 meses.

Ver nota 3 do capítulo 2 para a lista de países em cada grupo de países, restrita aqui à disponibilidade de dados. Dados disponíveis somente para 2011 para Paraguai, Trinidad e Tobago; Comores, Gabão, Lesoto, Libéria, República Centroafricana e Suazilândia, e apenas para 2014 para Belize, Etiópia, Namíbia, Noruega e Suíça.

que receberam um cartão de débito associado à sua conta bancária em 2009-11. Os beneficiários podiam consultar seus saldos com a frequência que desejassem, gratuitamente. Ao longo do tempo, os beneficiários passaram a consultar seus saldos com menor frequência e a fazer menos retiradas. Um ano depois de receber o cartão de débito de “tratamento”, os beneficiários tinham reduzido o consumo e aumentado a poupança formal em quantidades similares (o que significa que canalizaram toda a nova poupança para a poupança formal). Com menos dinheiro na mão, os beneficiários passaram a consumir menos produtos tentadores (tais como álcool e tabaco), reforçando ainda mais o aumento da poupança.

O pagamento de transferências sociais por meio de instrumentos de poupança de longo prazo pode ajudar a superar as limitações sociais e de comportamento relacionadas com a poupança. Por exemplo, os formuladores de políticas na Colômbia ofereceram aos beneficiários de transferências condicionadas de renda a opção de destinar uma fração da quantia transferida a um depósito a prazo fixo, que poderia ser retirada após um certo período de tempo. As famílias às quais o instrumento foi oferecido pouparam mais e investiram mais em saúde e educação do que aquelas que receberam transferências por meio de uma conta de depósito padrão (Barrera-Osorio et al., 2011).

A educação financeira também é importante. Graças à educação financeira, aliada ao pagamento de transferências sociais por meio de contas bancárias, os beneficiários do programa Familias en Acción, na Colômbia, pouparam mais (Núñez Méndez et al., 2012). Da mesma forma, em 2009 o Peru começou a pagar as transferências sociais por meio de contas formais no Banco de la Nación, de propriedade do Estado. Desde o início, a estratégia incluiu um módulo de educação financeira que assegurava aos poupadores que os saldos deixados na conta bancária não corriam risco. A fração de beneficiários com baixos saldos caiu de cerca de 80% para menos de 10% após um ano (Trivelli, Montenegro e Gutiérrez, 2011). Uma recente avaliação do impacto do programa (Boyd e Aldana, 2015) conclui que a educação financeira tem um impacto positivo e considerável na probabilidade de poupar — e de poupar formalmente — em um banco próximo. O programa também contribuiu para a formalização da poupança, uma vez que os beneficiários gradualmente transferiram suas poupanças informais para a conta bancária fornecida pelo programa de transferência condicionada de renda (Rosen, 2010).

As remessas internacionais canalizadas pelos trabalhadores migrantes para os seus países de origem representam outro mercado

transacional considerável, que permanece em grande parte fora do sistema financeiro formal. Embora cada dólar de remessas deva, em algum momento, passar pelo sistema financeiro do país de origem, essa conexão pode ficar limitada ao operador que efetua a transferência e ao banco que realiza a conversão da moeda. A intermediação de remessas por meio do sistema financeiro formal pode aumentar a eficiência econômica e o bem-estar individual por intermédio de vários canais. Para começar, o mero tamanho dos fluxos de remessas representa uma oportunidade para aumentar o volume de recursos e operações administrados pelos sistemas financeiros locais, ajudando, assim, a reduzir os custos unitários dos serviços financeiros⁷.

Outra característica importante das remessas é o fato de serem espaçadas no tempo e chegarem em somas consideráveis (são “vultosas”). Esse padrão cria uma demanda inerente de poupança. Os pesquisadores estimam que cerca de 20% das remessas nos países em desenvolvimento são destinadas a poupança ou investimentos. Além disso, as remessas são o ponto de entrada no sistema financeiro formal para muitos remetentes e suas famílias. Os intermediários financeiros podem usar as remessas como um trampolim para identificar outras fontes de renda dos seus novos clientes, podendo induzi-los a aumentar seus empréstimos aos clientes.

Produtos e canais inovadores têm um potencial considerável para converter remessas em poupança financeira. Os bancos comerciais em El Salvador esforçaram-se para reduzir os custos de transação e oferecer formas flexíveis de enviar e receber remessas. Evidências experimentais de El Salvador mostram que dar aos remetentes maior controle sobre as contas tem o potencial de aumentar a poupança em mais de 50% (Ashraf et al., 2015).

Um maior controle pelos migrantes das contas de poupança em seus países de origem pode aumentar tanto as taxas de uso como os saldos das contas de poupança. Em um experimento de campo aleatório conduzido por Ashraf et al. (2015), foram oferecidas aos migrantes salvadorenhos na área de Washington, D.C. diferentes opções de poupança em El Salvador, enquanto um grupo de controle não recebeu qualquer oferta de um novo produto financeiro. Cada opção variava em termos do grau de controle que os participantes poderiam exercer sobre as novas contas oferecidas em bancos salvadorenhos.

Os resultados apresentam evidências de que o migrante valoriza e aproveita oportunidades de controlar a poupança em seu país de origem.

Os migrantes mostravam-se muito mais propensos a abrir contas de poupança em El Salvador e acumular mais poupança nas novas contas, se lhes fosse oferecida a opção com o maior grau de monitoramento e controle. A poupança média em um período de 12 meses aumentou de US\$ 186 no grupo de comparação para US\$ 282 em contas abertas no nome do próprio migrante. A evidência sugere que esses números representaram aumentos na poupança total, em vez de mudanças nos mecanismos de poupança.

Os bancos em El Salvador também criaram várias maneiras de estender os empréstimos hipotecários aos migrantes no seu país de origem. Alguns bancos estão oferecendo até mesmo linhas de micro-crédito a taxas preferenciais, sem outra exigência além de comprovação das remessas recebidas.

É evidente que obter maiores avanços que incentivem a poupança financeira pode exigir mais do que apenas a abertura de contas bancárias. Serão necessárias intervenções complementares com foco em educação financeira, na construção de confiança nas instituições financeiras e inovação no desenho dos produtos. O sucesso dessas políticas, em termos de criação e manutenção de uma cultura de poupança formal, dependerá também do funcionamento de todo o ecossistema financeiro.

Bancos — à moda antiga

Inovações tecnológicas e financeiras como as contas simplificadas podem facilitar a abertura de contas bancárias, mas a disponibilidade de uma agência bancária em que os potenciais clientes possam fazer depósitos e retiradas regularmente, também pode incentivar a poupança. Bruhn e Love (2014) mostram que a expansão repentina do Banco Azteca, que se tornou a segunda maior rede de agências no México, inspirou uma explosão repentina de contas de poupança nos municípios em que o Banco Azteca passou a operar. Da mesma forma, a expansão da instituição financeira estatal Patronato del Ahorro Nacional, em 1993, aumentou a taxa de poupança das famílias em mais de 3 pontos percentuais (de cerca de 14% para 17%), com os maiores aumentos entre as famílias mais pobres (Aportela, 1999).

O problema é que a abertura de agências físicas, especialmente em locais remotos, pode ser muito onerosa para as instituições financeiras. Locais remotos, por definição, têm maior probabilidade de atrair um número relativamente menor de clientes.

Ao longo dos anos, os formuladores de políticas vêm tentando criar incentivos para que as instituições financeiras cheguem a comunidades relativamente pequenas e distantes. Na América Latina, a implantação de infraestrutura física dependeu em grande medida da expansão dos bancos públicos. No México, por exemplo, o BANSEFI iniciou, em 2002, um programa de US\$ 150 milhões para fortalecer a eficiência e a capacidade de cobertura de 19 instituições de crédito e poupança de pequeno porte. Um aspecto central do programa foi o desenvolvimento de um sistema de tecnologia da informação conectando 180 escritórios dessas instituições e as 551 agências do BANSEFI (Taber, 2004). Isso permitiu ao BANSEFI aumentar a sua cobertura de 28% dos municípios em 2006, para 98% em 2013. No Chile, cerca de 21% das agências do Banco Estado estão em regiões com menos de 1 milhão de habitantes. Na Colômbia, mais de 24% das agências do Banco Agrario estão localizadas em cidades com menos de 1 milhão de habitantes.

A Índia empreendeu um dos maiores programas de expansão de agências do mundo na década de 1980. Para obter uma licença para instalar uma agência em uma localidade onde já havia uma ou mais de uma agência (uma “localidade bancarizada”), um banco deveria abrir agências em quatro “localidades não bancarizadas”. Esse processo teve um impacto positivo considerável na mobilização de poupança e na acumulação de capital (Burgess e Pande, 2005), embora não esteja claro se os benefícios superaram os custos muito significativos dessa estratégia que durou uma década.

Criar incentivos para que instituições privadas instalem mais agências pode ser ainda mais desafiador e potencialmente oneroso. A grande desigualdade de renda (como discutido no capítulo 3) e a concorrência limitada na indústria financeira podem reforçar essa falta de incentivos. Portanto, os governos devem ter um diagnóstico claro das razões para a baixa penetração física, e ponderar todas as opções de políticas, incluindo subsídios diretos e mudanças na política de concorrência, se necessário.

Mais do que apenas um banco físico

Uma abordagem complementar à abertura de agências físicas é a promoção do uso de canais bancários alternativos, tais como as redes de correspondentes. Essa forma de serviços bancários sem agência tem o potencial de promover a poupança financeira, oferecendo serviços a

uma base de clientes mais ampla, a um custo menor e com maior flexibilidade do que o sistema bancário tradicional.

Correspondentes bancários são varejistas não financeiros que oferecem serviços financeiros básicos sob o nome de um prestador de serviços financeiros. São pontos de acesso ao sistema financeiro formal. Formuladores de políticas em todo o mundo estão à procura de novas maneiras de oferecer instrumentos de poupança por meio desses canais. No Quênia, por exemplo, a Retirement Benefits Authority (RBA) introduziu um plano de poupança para a aposentadoria em 2009 para os trabalhadores informais, que podem contribuir por meio de provedores de dinheiro móvel. O plano deu certo, no sentido de promover a poupança formal (McKay e Pickens, 2010).

Na América Latina, a popularidade dos correspondentes aumentou à medida que os marcos regulatórios se adaptaram e as tecnologias de informação permitiram o uso maciço de dispositivos portáteis (telefones celulares, terminais portáteis) para a realização de transações financeiras. A região tem o maior número de correspondentes “puros” por 100.000 habitantes (agentes bancários que ligam o cliente diretamente com a instituição financeira sem a intermediação de um emissor de dinheiro eletrônico ou uma empresa de telecomunicações). O Brasil lidera a expansão das redes de correspondentes bancários, com 208 por 100.000 habitantes (ver tabela 11.2). O caminho para o Brasil se tornar o líder regional foi aberto em 1999 com uma resolução do Banco Central que instituiu as relações de correspondente, permitindo aos bancos estabelecer acordos com empresas não bancárias para fornecer serviços financeiros e de pagamentos. Com a proliferação de correspondentes no Brasil, a indústria financeira tem conseguido penetrar em áreas cada vez mais remotas e menos densamente povoadas (Assunção, 2013).

No Chile, os correspondentes tornaram-se populares mesmo antes da entrada em vigor de uma regulação específica, em 2010. Um programa-piloto lançado em 2005 pelo Banco Estado, uma entidade estatal, foi o precursor do modelo chileno atual, que agora tem 118 agentes por 100.000 habitantes. A Colômbia introduziu regulação para os correspondentes em 2006 e lançou um ambicioso programa de subsídio do governo em 2007, segundo o qual os bancos teriam de participar de uma licitação para estabelecer correspondentes em certos municípios previamente selecionados por um órgão governamental (Banca de Oportunidades). A probabilidade de famílias e pequenas empresas usarem produtos de poupança formais nos municípios cobertos pelo

Tabela 11.2 Cobertura de correspondentes bancários, países selecionados da América Latina e regiões variadas

	Agentes por 100.000 habitantes	Agentes por 1.000 km ²
Brasil	208,2	44,1
Colômbia	115,3	43,1
Chile	118,0	23,9
Peru	69,2	14,8
Equador	49,2	27,3
Guatemala	43,7	54,7
México	22,7	12,9
Venezuela	10,3	3,1
Paraguai	5,7	0,9
El Salvador	1,0	2,7
Bolívia	0,8	0,1
África Subsaariana	5,2	3,0
América Latina e Caribe	100,7	26,8
Leste da Ásia e Pacífico	32,3	36,3
Leste Europeu e Ásia Central	25,0	2,7
Oriente Médio e Norte da África	50,2	32,8
Sul da Ásia	57,6	221,9
Países desenvolvidos	18,8	3,7

Fonte: Cálculos próprios com base em Cámara, Tuesta e Urbiola (2015) e Indicadores de Desenvolvimento Mundial.

Nota: Os países desenvolvidos incluem Austrália, Canadá, Estados Unidos, Europa Ocidental e Nova Zelândia. Os dados para as regiões correspondem a 2014; os dados para os países individuais são de 2013.

programa aumentou em 13% e 8%, respectivamente, em comparação com seus pares de um grupo de controle de outros municípios (Econometria e SEI, 2011).

Apesar do progresso, lacunas importantes permanecem e há amplo espaço para melhorias. Em primeiro lugar, a América Latina é muito grande, e embora a região ocupe o primeiro lugar em termos de correspondentes por 100.000 habitantes, tem relativamente poucos correspondentes por 1.000 quilômetros quadrados, em comparação com outras regiões em desenvolvimento. Assim, muitas áreas

geográficas continuam sem cobertura. Em segundo lugar, o uso generalizado de dinheiro na região encarece as transações por meio de correspondentes. Tendo em conta os riscos e os custos de transportar dinheiro por grandes distâncias, os bancos que operam as redes necessitam de agências físicas próximas da área de influência do correspondente. Isso, por sua vez, sugere que a maioria das redes de correspondentes deve ser operada por bancos com uma grande rede já existente de agências físicas.

Para resolver esses problemas, os formuladores de políticas deveriam incentivar a entrada de redes de correspondentes independentes, que podem alcançar um número maior de clientes, especialmente em áreas remotas, além de promover a concorrência entre instituições financeiras (de Olloqui, Andrade e Herrera, 2015). Ademais, a ampliação do leque de serviços que os correspondentes podem oferecer, incluindo pagamentos no varejo e remessas, também pode ajudar as instituições financeiras a alcançar uma escala sustentável de operações.

A contribuição da tecnologia

A adoção generalizada de tecnologias móveis também pode promover serviços bancários sem agência⁸. As contas financeiras associadas a um número de telefone celular, ou operadas exclusivamente por meio de telefones celulares, são geralmente mais simples de configurar e mais baratas do que as contas bancárias normais. Dependendo das regulações específicas do país, as contas móveis normalmente não exigem um depósito mínimo ou um saldo mínimo. Não cobram taxa administrativa e nem cobram dos usuários por um determinado número de transações por mês (saques em dinheiro, consultas de saldo).

A tecnologia móvel ajuda a superar um dos principais obstáculos que as redes de correspondentes enfrentam atualmente na América Latina: a necessidade de operar grupos de agentes por meio de agências próximas. No entanto, uma plataforma paralela de serviços financeiros tem custos de transação associados com o alto uso de dinheiro na região. Potenciais clientes que usam dinheiro em suas transações diárias têm que converter esse dinheiro em depósitos eletrônicos e vice-versa (isto é, um processo conhecido como “*cash-in-cash-out*”, ou CICO). Assim, para que as tecnologias móveis complementem efetivamente os correspondentes, os custos de CICO precisam diminuir. Isso requer uma combinação de especialização na prestação de serviços de CICO (por

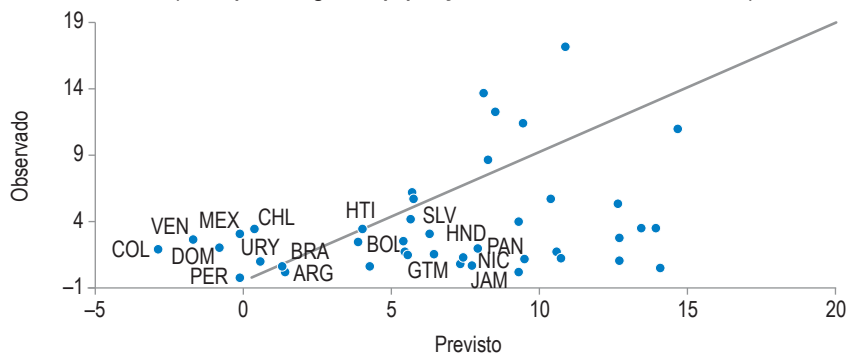
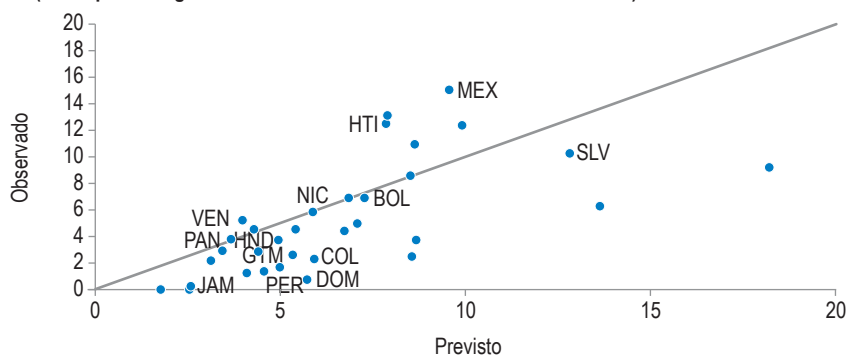
exemplo, por meio de prestadores de serviços especializados que possam conectar os usuários finais com várias instituições financeiras) e o incentivo à redução do uso de dinheiro para transações diárias (de modo a reduzir a frequência de CICO).

A boa notícia é que a penetração da telefonia móvel na América Latina e no Caribe é alta pelos padrões internacionais: em 2014, o número de assinantes na região foi de 52%, o maior entre as regiões em desenvolvimento (Almazán e Frydrych, 2015). No entanto, a América Latina ainda fica atrás de outras regiões em desenvolvimento em termos do uso de tecnologias móveis para serviços financeiros. Com poucas exceções, como o México, na maioria dos países da região a titularidade de contas móveis é menor do que seria esperado dada a penetração de assinantes de telefonia móvel, a cobertura física do sistema financeiro e a porcentagem de pessoas que residem em áreas remotas. E mais: na maioria dos países, o uso dessas contas para receber dinheiro (que é o uso mais comum de contas móveis em todo lugar) é menor do que o que seria de esperar em vista da penetração de contas móveis (ver figura 11.7).

Como mostra a figura 11.7, no México há mais pessoas que têm uma conta móvel e a usam do que seria esperado em vista da penetração da telefonia móvel e da cobertura física atual do sistema bancário. Um fator importante é que em 2012 o México se tornou o primeiro país do mundo a relaxar as regulações de combate à lavagem de dinheiro para contas bancárias ligadas a telefones móveis, sem descumprir as novas recomendações do GAFI (Grupo de Ação Financeira contra a Lavagem de Dinheiro) em produtos de baixo risco (Alonso et al., 2013).

A Colômbia é um caso digno de nota porque ainda tem baixa penetração de contas móveis, mas está entre os primeiros países da região em termos de regulação de serviços financeiros digitais, segundo o *Global Microscope* de 2015.

No Peru, o regulador introduziu um processo simplificado para a abertura de produtos financeiros em 2011. Em 2012, foi aprovada uma lei de dinheiro eletrônico que cria uma nova licença para operadores especializados, o que permite a entrada de prestadores de serviços não financeiros e, portanto, aumenta a concorrência. Como resultado, em um esforço de coordenação sem precedentes, a associação de banqueiros peruanos (ASBANC) está construindo uma plataforma única que pode ser usada por todas as partes envolvidas na prestação desses serviços, incluindo empresas de telecomunicações.

Figura 11.7 Penetração e uso de contas móveis**a. Contas móveis (como porcentagem da população com mais de 15 anos de idade)****b. Receberam remessas domésticas por meio de telefone móvel (como porcentagem de beneficiários com mais de 15 anos de idade)**

Fonte: Cálculos próprios com base em Banco Mundial (2014b) e base de dados de Indicadores de Desenvolvimento Mundial (Banco Mundial).

Nota: O painel à esquerda apresenta os valores observados para a porcentagem de adultos com conta móvel (penetração) em relação àqueles previstos por uma regressão linear usando a penetração da telefonia móvel, agências bancárias e caixas automáticos por quilômetro quadrado e taxa de urbanização. As previsões no painel à direita são para contas móveis (que recebem transferências locais) com a penetração da conta móvel como único regressor. Os países da amostra são: África do Sul, Argentina, Benin, Bolívia, Botsuana, Brasil, Burkina Faso, Burundi, Cameroon, Chade, Chile, Colômbia, El Salvador, Gabão, Gana, Guatemala, Guiné, Haiti, Honduras, Indonésia, Jamaica, Madagascar, Malásia, Malawi, Mali, Maurício, México, Namíbia, Nicarágua, Níger, Nigéria, Panamá, Peru, Quênia, República do Congo, República Democrática do Congo, República Dominicana, Ruanda, Senegal, Tailândia, Tanzânia, Togo, Uganda, Uruguai, Venezuela, Zâmbia e Zimbábuea.

^a Esses países estão na amostra, mas não aparecem; seus valores previstos ou observados são superiores a 20%.

No Paraguai, uma característica nova da regulação é que os saldos das contas móveis que ficarem inativos por 90 dias ou mais devem ser automaticamente transferidos para uma conta de poupança em uma instituição financeira formal.

Outras intervenções de políticas devem apoiar o desenvolvimento do mercado de serviços bancários móveis, em particular, e o ambiente

financeiro digital, em geral. Essas políticas devem basear-se nas realizações passadas e nas condições de mercado atuais. Assim, podem diferir de um país para outro. Andrade e Mas (2015) descrevem pelo menos cinco cenários diferentes em que o mercado financeiro digital deverá prosperar. As diferentes ações das políticas públicas deveriam levar em conta questões como se há um ator importante que concentra a maior parte do mercado, o que requer uma regulação assimétrica (como no Quênia), ou se um órgão público já está trabalhando na redução do uso de dinheiro entre os poupadores.

Políticas específicas podem acrescentar dinamismo ao mercado financeiro digital no curto prazo. Por exemplo, podem abordar a necessidade de que prestadores de serviços especializados entrem no mercado (de Olloqui, Andrade e Herrera, 2015). Isso, por sua vez, requer o desenvolvimento de regulação adequada para o uso da infraestrutura móvel existente por novos operadores. Da mesma forma, promover a interoperabilidade entre plataformas (de modo que os usuários possam fazer transferências de e para contas em diferentes operadoras de serviços de finanças móveis, e entre plataformas e prestadores tradicionais de serviços bancários) é um elemento crucial no esforço para aumentar a escala de operações e reduzir os custos dos serviços. Serviços financeiros mais flexíveis e complexos por meio da telefonia móvel também exigirão melhorias na capacidade e confiabilidade da rede móvel.

Poupança financeira para além dos bancos

A América Latina tem um sistema financeiro centrado em bancos, e os bancos e mercados de capitais são complementares e não substitutos nos mercados financeiros (ver capítulo 3). Portanto, políticas que estimulem o crescimento dos sistemas financeiros centrados nos bancos podem também apoiar o desenvolvimento dos mercados de capitais na região, embora a maneira exata e o ritmo de crescimento de cada um irão variar de acordo com as idiosincrasias de cada país.

No entanto, aspectos específicos dos mercados de capitais podem ajudar a romper o círculo vicioso de baixa poupança e uso ineficaz da poupança existente (mostrado na figura 11.1).

Um desses aspectos são os fundos de pensão, que estão se tornando cada vez mais importantes como gestores de ativos financeiros em muitos países da região (Bebczuk, 2015b). No Chile (um dos primeiros

países a adotar fundos de pensão privados), os ativos sob a gestão de fundos de pensão excedem 50% do PIB. Esses ativos também já são altos na Colômbia, no México e no Peru, e devem continuar crescendo. Embora esses montantes ainda sejam baixos em comparação com as economias avançadas, não deixam de ser consideráveis e podem ser uma fonte potencialmente importante para o financiamento de investimentos produtivos como infraestrutura, porque os fundos de pensão acumulam poupança de longo prazo em moeda nacional. No entanto, os recursos acumulados nos fundos de pensão nem sempre são investidos de forma eficiente. Por exemplo, o perfil de risco de projetos de investimento em infraestrutura é atraente para investidores com horizontes de longo prazo, como os fundos de pensão (ver capítulo 4). No entanto, em média, apenas cerca de 2% do total da carteira dos fundos de pensão na América Latina e no Caribe é investido diretamente em projetos de infraestrutura, uma porcentagem bem inferior aos 5% e 7% observados na Austrália e no Canadá. Por outro lado, na América Latina e no Caribe, uma proporção relativamente alta de carteiras de fundos de pensão é investida em títulos do governo. Em alguns países, o problema é agravado pelo fato de que a falta de alternativas de financiamento aumenta a tentação dos governos de captar recursos de investidores institucionais, a fim de cobrir suas próprias necessidades atuais de financiamento⁹. Para inverter esse padrão, são necessárias duas mudanças. Em primeiro lugar, é preciso ampliar a oferta de “ativos investíveis”, por meio de reformas regulatórias e institucionais que convertam a infraestrutura em uma classe de ativos, por exemplo (ver capítulo 4). Em segundo lugar, os países da região devem rever normas e regulações sobre a alocação dos investimentos dos fundos de pensão, a fim de permitir e promover uma maior diversificação das carteiras de investimentos (ver capítulo 7).

Além disso, a falta de desenvolvimento dos mercados de seguro na região limita as oportunidades para que gestores de carteiras de fundos de pensão e outros gestores de ativos melhorem o perfil de risco-retorno de projetos de investimento. Um caso em questão é o colapso da seguradora Monoline, que oferecia garantias aos títulos de infraestrutura. Isso limitou severamente as oportunidades para que os investidores potenciais pudessem mitigar o risco. Aprofundar e reforçar os mercados de seguros por meio de reformas regulatórias e institucionais, ainda é outra maneira de promover o desenvolvimento dos mercados de capitais na região.

Como criar um círculo virtuoso

A poupança é baixa na América Latina e no Caribe, e apenas uma pequena fração das poupanças que são geradas é canalizada para o restante da economia por meio de um sistema financeiro eficiente. Os sistemas financeiros da região são pequenos e ineficientes. Incentivar a poupança financeira eficiente requer esforços concertados dos lados da demanda e da oferta de serviços financeiros.

Para ampliar a base de clientes de serviços financeiros, as políticas de inclusão financeira deveriam ser modernizadas, abandonando-se o foco tradicional na abertura de contas bancárias em prol de uma abordagem que incentive o uso do sistema financeiro formal como o principal veículo de poupança. Incentivar mais poupança financeira formal, no entanto, não garante o uso eficiente dessa poupança. Os recursos devem ser canalizados para empresas com maior potencial produtivo. As políticas de inclusão financeira devem ser acompanhadas de reformas que reduzam as distorções nos mercados financeiros, para garantir que os recursos fluam para os usos mais produtivos — ou potencialmente mais produtivos.

A região da América Latina e do Caribe está presa em um círculo vicioso, mas há uma alternativa. A opção é um círculo virtuoso (figura 11.8), que começa com uma cultura de poupança capaz de gerar maiores poupanças para que tanto empresas como indivíduos possam investir. Uma maior oferta de fundos para empréstimos alimenta o crescimento do sistema financeiro, o que pode reduzir os custos tanto para credores como para devedores. Custos mais baixos são acompanhados por reformas regulatórias que fortalecem os direitos de propriedade e ampliam as informações de crédito. O capital é alocado de forma mais eficiente às empresas produtivas que crescem, empregam mais trabalhadores na economia formal e alimentam o crescimento econômico global. As pessoas em empregos remunerados formais ganham o suficiente para investir na própria saúde e educação — e na de seus filhos — e se preparar para a aposentadoria. Uma força de trabalho mais saudável, mais educada e um sistema financeiro capaz de suportar as necessidades de investimento de uma base produtiva em expansão, fomenta a produtividade. Maior produtividade proporciona maior retorno do investimento e da poupança e, portanto, incentiva uma poupança ainda maior e melhor.

Apesar da desregulamentação financeira e das reformas das últimas décadas, os sistemas financeiros da América Latina e do Caribe

Figura 11.8 O círculo virtuoso da poupança alta e da intermediação financeira eficiente



Fonte: Elaboração própria.

continuam sendo muito pouco profundos para os padrões internacionais. Inegavelmente, a região fez progressos notáveis nos últimos anos. No entanto, ainda está longe de entrar em um círculo virtuoso. Corrigir o sistema não é uma tarefa fácil, mas é um passo importante. Se a América Latina e o Caribe esperam crescer e prosperar de forma sustentável e equitativa, seus governos e seus cidadãos devem aprender a gerar poupança e a usá-la para o desenvolvimento.

Notas

- ¹ O produto marginal agregado do capital na região é inferior ao de economias avançadas e da Ásia emergente, de acordo com cálculos baseados em uma metodologia que corrige produtos marginais pelo efeito do preço relativo do capital (Caselli e Feyrer, 2007). Para o país da mediana da América Latina, o produto marginal de capital estimado é de 8,4%, enquanto nas economias avançadas é de 11,1%, e de 9,3% na Ásia emergente.
- ² Além de ter que lidar com as fricções do mercado financeiro e questões de concorrência, as empresas da região podem ser inerentemente mais voláteis e arriscadas, o que poderia justificar a persistência dos altos *spreads* das taxas de juros. Embora essa questão não tenha sido devidamente pesquisada, a rentabilidade relativamente alta do setor financeiro na América Latina e no Caribe não parece ser coerente com essa hipótese.
- ³ A cobertura é medida como a porcentagem de adultos cobertos pela agência de crédito. Uma pesquisa realizada por Martínez Pería e Singh (2014) sugere que, após a introdução de uma agência de crédito — mas não de um registro de crédito — as empresas podem ter acesso a empréstimos de bancos mais facilmente, a um custo menor, e a prazos de vencimento mais longos. Como prevê a teoria, os efeitos são mais pronunciados no caso das pequenas empresas, que tendem a ser menos transparentes e experientes.
- ⁴ Uma análise exaustiva das consequências de direitos de propriedade fracos na intermediação financeira pode ser encontrada em Fernández e Tamayo (no prelo).
- ⁵ Economias de escala também podem ser alcançadas por meio da coordenação de prestadores de serviços. Um exemplo claro da estrutura de custos em que as instituições financeiras operam é o uso de tecnologias específicas de rede. Agências físicas, caixas automáticos e aplicativos para telefones móveis, muitas vezes são desenvolvidos para operar para uma única instituição ou um pequeno conjunto de prestadores de serviços. A extensão da rede a outros prestadores (para aumentar o volume de usuários) reduziria os custos unitários; no entanto, isso exigiria uma coordenação para que todos os prestadores/usuários de serviços contribuíssem para a configuração e manutenção do sistema. A falta de coordenação é uma falha de mercado que pode justificar uma intervenção de política.

- ⁶ Entre muitas outras coisas, o *Global Microscope* pede aos especialistas locais que classifiquem a facilidade com que os produtos de poupança podem ser oferecidos com base em práticas e regulações existentes, tais como restrições da taxa de juros e exigências para a abertura de contas. Ver: www.eiu.com/microscope2015
- ⁷ Na América Latina e no Caribe, as remessas pessoais recebidas chegam a cerca de 6% do PIB, em média. No caso de alguns países, as remessas (em porcentagem do PIB) são significativamente mais altas (Base de dados dos Indicadores de Desenvolvimento Mundial).
- ⁸ Uma análise exaustiva de algumas das questões abordadas nesta seção pode ser encontrada em Chong (2011).
- ⁹ Becerra, Cavallo e Scartascini (2012) mostram que, em países onde os governos têm capacidades institucionais mais baixas, estes são mais propensos a destinar o crédito para financiar suas próprias operações, reduzindo, assim, o crédito para o setor privado.

Referências bibliográficas

- Aaron, H. "The Social Insurance Paradox". *Canadian Journal of Economics and Political Science* 32(03) agosto: 371-74. 1966.
- Acemoglu, D. e F. Zilibotti. "Was Prometheus Unbound by Chance? Risk, Diversification, and Growth". *Journal of Political Economy* 105(4) agosto: 709-51. 1997.
- Afonso, A. e M. St. Aubyn. "Non-Parametric Approaches to Education and Health Efficiency in OECD Countries". *Journal of Applied Economics* 8(2) novembro: 227-46. 2005.
- Afzal, U., G. d'Adda, M. Fafchamps, S. Quinn e F. Said. "Two Sides of the Same Rupee? Comparing Demand for Microcredit and Microsaving in a Framed Field Experiment in Rural Pakistan". Setembro. 2015. Disponível em <http://web.stanford.edu/~fafchamp/sargodha.pdf>. Acesso em novembro de 2015.
- Aghion, P., D. Comin e P. Howitt. "When Does Domestic Saving Matter for Economic Growth?" Documento de trabalho do NBER nº 12275. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. 2006.
- Aghion, P., D. Comin, P. Howitt e I. Tecu. "When Does Domestic Saving Matter for Economic Growth?" Documento de trabalho nº 09-080. Harvard Business School, Boston, MA. 2009.
- Aguila, E. "Personal Retirement Accounts and Saving". *American Economic Journal: Economic Policy* 3(4) novembro: 1-24. 2011.
- Aizenman, J., E. Cavallo e I. Noy. "Precautionary Strategies and Household Saving". *Open Economies Review* 26(5) novembro: 911-39. 2015.
- Aizenman, J., B. Pinto e A. Radziwill. "Sources for Financing Domestic Capital: Is Foreign Saving a Viable Option for Developing Countries?" *Journal of International Money and Finance* 26(5) setembro: 682-702. 2007.
- Alaimo, V., M. Bosch, D. Kaplan, C. Pagés e L. Ripani. *Empleos para crecer*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. 2015.
- Allen, F. e D. Gale. *Comparing Financial Systems*. Cambridge, MA: MIT Press. 2000.

- Almazán, M. e J. Frydrych. "Mobile Financial Services in Latin America and the Caribbean: State of Play, Commercial Models, and Regulatory Approaches". Relatório. GSMA, Londres. 2015.
- Alonso, J., C. Amuedo-Dorante e L. Juárez. "The Effect of Non-Contributory Pensions on Saving in Mexico". Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2015. Não publicado.
- Alonso, J., A. Arellano e D. Tuesta. "Factors that Impact on Pension Fund Investments in Infrastructure under the Current Global Financial Regulation". Trabalho apresentado na Conferência de Wharton School, Simpósio de 2015: Implications of the New Regulatory Order for Retirement System Risk Management, de 30 de abril a 1 de maio, Philadelphia, PA. 2015.
- Alonso, J., S. Fernández de Lis, C. Hoyo, C. López-Moctezuma e D. Tuesta. "Mobile Banking in Mexico as a Mechanism for Financial Inclusion: Recent Developments and a Closer Look into the Potential Market". Documento de pesquisa do BBVA nº 13/20. Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Madrid. 2013.
- Anderson, R. W. e K. Jõeveer. "Bankers and Bank Investors: Reconsidering the Economies of Scale in Banking". Documento para discussão do Financial Markets Group nº 712. Department of Finance, London School of Economics and Political Science, Londres. 2012.
- Anderson, S. e J.-M. Baland. "The Economics of ROSCAS and Intra-household Resource Allocation". *Quarterly Journal of Economics* 117(3) agosto: 963-95. 2002.
- Andrade, S. G. e I. Mas. "A Digital Money Grid for Modern Citizenship: Latin American Scenarios, 2015-25". Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC; e Tufts University, Medford, MA. 2015. Disponível em http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1725103&download=yes. Acesso em fevereiro de 2016.
- Angelucci, M., D. Karlan e J. Zinman. "Microcredit Impacts: Evidence from a Randomized Microcredit Program Placement Experiment by Compartamos Banco". *American Economic Journal: Applied Economics* 7(1) janeiro: 151-82. 2015.
- Aportela, F. "Effects of Financial Access on Savings by Low-Income People". Documento. Departamento de Pesquisa, Banco de México, Cidade do México. 1999. Disponível em <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.194.5270&rep=rep1&type=pdf>. Acesso em fevereiro de 2016.

- Araujo, A. P., R. V. X. Ferreira e B. Funchal. "The Brazilian Bankruptcy Law Experience". *Journal of Corporate Finance* 18(4) setembro: 994-1004. 2012.
- Ardánaz, M. e A. Izquierdo. "Cycles and Public Expenditure in Latin America: Current Expenditure Increases for the Good Times but Capital Expenditure Cuts for the Bad Times?" Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2016. Não publicado.
- Arrow, K. J. e M. Kurz. *Public Investment, the Rate of Return, and Optimal Fiscal Policy*. Baltimore, MD e Londres: Johns Hopkins University Press. 1970.
- Aschauer, D. A. "Is Public Expenditure Productive?" *Journal of Monetary Economics* 23(2) março: 177-200. 1989.
- Ashraf, N., D. Aycinena, C. Martínez A. e D. Yang. "Savings in Transnational Households: A Field Experiment among Migrants from El Salvador". *Review of Economics and Statistics* 97(2) maio: 332-51. 2015.
- Ashraf, N., D. Karlan e W. Yin. "Tying Odysseus to the Mast: Evidence from a Commitment Savings Product in the Philippines". *Quarterly Journal of Economics* 121(2) maio: 635-72. 2006.
- Assunção, J. "Eliminating Entry Barriers for the Provision of Banking Services: Evidence from 'Banking Correspondents' in Brazil". *Journal of Banking and Finance* 37(8) agosto: 2806-11. 2013.
- Attanasio, O. P., A. Bonfatti, S. Kitao e G. Weber. "Global Demographic Trends, Capital Mobility, Saving and Consumption in Latin America and the Caribbean (LAC)". Documento de trabalho do BID nº 586. Departamento de Pesquisa e Economista-Chefe, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2015.
- Attanasio, O. P. e A. Brugiavini. "Social Security and Households' Saving". *Quarterly Journal of Economics* 118(3) agosto: 1075-1119. 2003.
- Attanasio, O. P., L. Picci e A. E. Scorcu. "Saving, Growth, and Investment: A Macroeconomic Analysis Using a Panel of Countries". *Review of Economics and Statistics* 82(2) maio: 182-211. 2000.
- Attanasio, O. P. e S. Rohwedder. "Pension Wealth and Household Saving: Evidence from Pension Reforms in the United Kingdom". *American Economic Review* 93(5) dezembro: 1499-1521. 2003.
- Bachas, P., P. Gertler, S. Higgins e E. Seira. "Banking on Trust: Debit Cards, Cash Transfers, and Savings in Mexico". Trabalho apresentado no Seminário Economics Guest Speaker da Universidade de San Francisco, 5 de novembro, San Francisco, CA. 2015.
- Bagehot, W. *Lombard Street: A Description of the Money Market*. Londres: Henry S. King and Co. 1873. Disponível em <http://oll.libertyfund.org/titles/128>. Acesso em março de 2016.

- Bailliu, J. N. e H. Reisen. "Do Funded Pensions Contribute to Higher Aggregate Savings? A Cross-Country Analysis". *Review of World Economics (Weltwirtschaftliches Archiv)* 134(4) dezembro: 692-711. 1998.
- Baland, J.-M., C. Guirkinger e C. Mali. "Pretending to Be Poor: Borrowing to Escape Forced Solidarity in Cameroon". *Economic Development and Cultural Change* 60(1) outubro: 1-16. 2011.
- Balassone, F. e M. S. Kumar. "Cyclicality of Fiscal Policy". Em M. S. Kumar e T. Ter-Minassian, eds., *Promoting Fiscal Discipline*. Washington, DC: Fundo Monetário Internacional. 2007.
- Banco Mundial. *Averting the Old Age Crisis: Policies to Protect the Old and Promote Growth*. Nova York, NY: Oxford University Press. 1994.
- . "Supporting Infrastructure in Developing Countries". Relatório. Grupo de trabalho dos bancos multilaterais de desenvolvimento sobre infraestrutura, Banco Mundial, Washington, DC. 2011.
- . *Global Financial Development Report 2014: Financial Inclusion*. Washington, DC: Banco Mundial. 2014a.
- . "Global Findex Database". Base de dados. Banco Mundial, Washington, DC. 2014b. Disponível em <http://datatopics.worldbank.org/financialinclusion/>. Acesso em fevereiro de 2016.
- . *Global Financial Development Report 2015-2016: Long-Term Finance*. Washington, DC: Banco Mundial. 2015a.
- . "Indicadores do Desenvolvimento Mundial". Base de dados. Banco Mundial, Washington, DC. 2015b. Disponível em <http://data.worldbank.org/indicator/NE.GDI.FTOT.CD>. Acesso em fevereiro de 2016.
- . *Doing Business 2016: Measuring Regulatory Quality and Efficiency*. 13ª edição. Washington, DC: Banco Mundial. 2016.
- Banco Mundial e PwC (PricewaterhouseCoopers). "Paying Taxes 2016". Relatório. 2015. Disponível em <https://www.pwc.com/gx/en/paying-taxes-2016/paying-taxes-2016.pdf>. Acesso em fevereiro de 2016.
- Banerjee, A. V. e E. Duflo. "The Economic Lives of the Poor". *Journal of Economic Perspectives* 21(1) inverno: 141-68. 2007.
- Banerjee, A. V., E. Duflo, R. Glennerster e C. Kinnan. "The Miracle of Microfinance? Evidence from a Randomized Evaluation". *American Economic Journal: Applied Economics* 7(1) janeiro: 22-53. 2015.
- Banerjee, A., D. Karlan e J. Zinman. "Six Randomized Evaluations of Microcredit: Introduction and Further Steps". *American Economic Journal: Applied Economics* 7(1) janeiro: 1-21. 2015.
- Banks, J., R. Blundell e S. Tanner. "Is There a Retirement-Savings Puzzle?" *American Economic Review* 88(4) setembro: 769-88. 1998.

- Barr, N. "Reforming Pensions: Myths, Truths, and Policy Choices". *International Social Security Review* 55(2) abril-junho: 3-36. 2002.
- Barr, N. e P. Diamond. "The Economics of Pensions". *Oxford Review of Economic Policy* 22(1) primavera: 15-39. 2006.
- . "Reforming Pensions: Principles, Analytical Errors and Policy Directions". *International Social Security Review* 62(2) abril-junho: 5-29. 2009.
- Barrera-Osorio, F., M. Bertrand, L. L. Linden e F. Pérez-Calle. "Improving the Design of Conditional Transfer Programs: Evidence from a Randomized Education Experiment in Colombia". *American Economic Journal: Applied Economics* 3(2) abril: 167-95. 2011.
- Barro, R. J. "Are Government Bonds Net Wealth?" *Journal of Political Economy* 82(6) novembro-dezembro: 1095-1117. 1974.
- Baxter, M. e M. J. Crucini. "Explaining Saving-Investment Correlations". *American Economic Review* 83(3) junho: 416-36. 1993.
- Bebczuk, R. "Pension Reform and Saving in Latin America and the Caribbean (LAC)". Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2015a. Não publicado.
- . "Wealth, Financial Intermediation, and Saving in Latin America and the Caribbean". Documento para discussão do BID nº 406. Divisão de Mercados de Capital e Instituições Financeiras, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2015b.
- Bebczuk, R. e E. Cavallo. "Is Business Saving Really None of Our Business?" *Applied Economics* 48(24): 2266-84. 2016.
- Bebczuk, R., L. Gasparini, J. Amendolaggine e N. Garbero. "Understanding the Determinants of Household Saving: Micro Evidence for Latin America". Nota técnica do BID nº 843. Departamento de Pesquisa e Economista-Chefe, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2015.
- Bebczuk, R. e A. R. Musalem. "Pensions and Saving: New International Panel Data Evidence". Documento de trabalho nº 61. Departamento de Economía, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad Nacional de La Plata, La Plata, Argentina. 2006.
- Becerra, Ó., E. Cavallo e I. Noy. "The Mystery of Saving in Latin America". Documento de trabalho do BID nº 615. Departamento de Pesquisa e Economista-Chefe, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2015.
- Becerra, Ó., E. Cavallo e C. Scartascini. "The Politics of Financial Development: The Role of Interest Groups and Government Capabilities". *Journal of Banking and Finance* 36(3) março: 626-43. 2012.

- Beck, T., A. Demirgüç-Kunt e V. Maksimovic. "Financial and Legal Constraints to Growth: Does Firm Size Matter?" *Journal of Finance* 60(1) fevereiro: 137-77. 2005.
- . "Financing Patterns around the World: Are Small Firms Different?" *Journal of Financial Economics* 89(3) setembro: 467-87. 2008.
- Beneke, M., N. Lustig e J. A. Oliva. "El impacto de los impuestos y el gasto social en la desigualdad y la pobreza en El Salvador". Nota técnica do BID nº 775. Divisão de Gestão Fiscal e Municipal, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2015.
- Berger, A. N. e L. J. Mester. "Inside the Black Box: What Explains Differences in the Efficiencies of Financial Institutions?" *Journal of Banking and Finance* 21(7) julho: 895-947. 1997.
- Bergoing, R., P. J. Kehoe, T. J. Kehoe e R. Soto. "A Decade Lost and Found: Mexico and Chile in the 1980s". *Review of Economic Dynamics* 5(1) janeiro: 166-205. 2002.
- Berry, J., D. Karlan e M. Pradhan. "Evaluating the Efficacy of School-Based Financial Education Programs in Ghana". Apresentação feita na "Impact and Policy Conference: Evidence in Governance Financial Inclusion and Entrepreneurship", 1 de setembro, Bangcoc. 2012.
- Berstein, S., M. Bosch e M. L. Oliveri. "Promised and Affordable Replacement Rates in LAC Pension Systems in 2015 and 2100: Methodology and Determinants". Nota técnica do BID nº 964. Departamento de Pesquisa e Economista-Chefe, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2016.
- Berstein, S. e C. Cabrita. "Los determinantes de la elección de AFP en Chile: nueva evidencia a partir de datos individuales". *Estudios de Economía* 34(1) junho: 53-72. 2007.
- Berstein, S. e R. A. Chumacero. "Quantifying the Costs of Investment Limits for Chilean Pension Funds". *Fiscal Studies* 27(1) março: 99-123. 2006.
- Berstein, S., O. Fuentes e F. Villatoro. "Default Investment Strategies in a Defined Contribution Pension System: A Pension Risk Model Application for the Chilean Case". *Journal of Pension Economics and Finance* 12(04) outubro: 379-414. 2013.
- Berstein, S., G. Larraín, F. Pino e E. Morón. "Chilean Pension Reform: Coverage Facts and Policy Alternatives [com comentários]". *Economía* 6(2) primavera: 227-79. 2006.
- Berstein, S., M. Morales e A. Puente. "Rol de un seguro de longevidad en América Latina: casos de Chile, Colombia, México y Perú". Trabalho apresentado no Décimo Terceiro Seminário Internacional da FIAP,

- Los sistemas de pensiones multipilares: invirtiendo en el futuro, 24-25 setembro, Montevideu. 2015.
- Berstein, S. e A. Puente. "Sistemas de pensiones: diseños alternativos en América Latina". Em Asociación de Aseguradores de Chile, ed., *Nueve miradas expertas: escáner a las rentas vitalicias. Los éxitos, los riesgos y las grandes oportunidades del futuro*. Santiago: Asociación de Aseguradores de Chile, A.G. 2015.
- BID (Banco Interamericano de Desenvolvimento). *Libertar o crédito: como aprofundar e estabilizar o financiamento bancário*. Relatório de Progresso Econômico e Social na América Latina de 2005. Washington, DC: BID; e Rio de Janeiro: Elsevier Editora. 2005.
- . "Social Protection Surveys in Mexico and Peru". BID, Washington, DC. 2008.
- BlackRock. "Infrastructure Rising: An Asset Class Takes Shape". Nova York, NY. 2015. Disponível em <https://www.blackrock.com/investing/literature/whitepaper/infrastructure-rising-an-asset-class-takes-shape.pdf>. Acesso em dezembro de 2015.
- Bloom, D. E., D. Canning e J. Sevilla. "Economic Growth and the Demographic Transition". Documento de trabalho do NBER nº 8685. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. 2001.
- Blyde, J. S., C. Daude e E. Fernández-Arias. "Output Collapses and Productivity Destruction". *Review of World Economics (Weltwirtschaftliches Archiv)* 146(2) junho: 359-87. 2010.
- Boadway, R. "Tax Policy for a Rent-Rich Economy". *Canadian Public Policy* 41(4) dezembro: 253-64. 2015.
- Bodie, Z. "Pensions as Retirement Income Insurance". *Journal of Economic Literature* 28(1) março: 28-49. 1990.
- Boltz, M., K. Marazyan e P. Villar. "Preference for Hidden Income and Redistribution to Kin and Neighbors: A Lab-in-the-Field Experiment in Senegal". Documento de trabalho da PSE nº 2015 - 15. Paris-Jourdan Sciences Économiques (Paris School of Economics), Paris. 2015. Disponível em <https://halshs.archives-ouvertes.fr/halshs-01157710/document>. Acesso em dezembro de 2015.
- Borio, C. e P. Disyatat. "Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or No Link?" Documento de trabalho do BIS nº 346. Departamento Monetário e Econômico, Banco de Compensações Internacionais (BIS), Basileia, Suíça. 2011.
- Bosch, M., S. Berstein, F. Castellani, M. L. Oliveri e J. M. Villa. "Diagnóstico del sistema previsional colombiano y opciones de reforma".

- Nota técnica do BID nº 825. Unidade de Mercados de Trabalho e Segurança Social, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2015.
- Bosch, M., Á. Melguizo e C. Pagés. *Better Pensions, Better Jobs: Towards Universal Coverage in Latin America and the Caribbean*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. 2013.
- Bosch, M. e M. L. Oliveri. “Labor Market and Poverty Impacts of Non-Contributory Pensions: The Case of Argentina’s Moratorium”. Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2015. Não publicado.
- Boyd, C. e Ú. Aldana. “Evaluación del Programa ‘Promoción del ahorro en familias JUNTOS’”. Instituto de Estudios Peruanos, Lima. 2015. Não publicado.
- Browning, M. “The Saving Behaviour of a Two-Person Household”. *Scandinavian Journal of Economics* 102(2) junho: 235-51. 2000.
- Bruhn, M., L. de Souza Leão, A. Legovini, R. Marchetti e B. Zia. “The Impact of High School Financial Education: Experimental Evidence from Brazil”. Documento de trabalho de pesquisa de políticas nº 6723. Banco Mundial, Washington, DC. 2013.
- Bruhn, M. e I. Love. “The Real Impact of Improved Access to Finance: Evidence from Mexico”. *Journal of Finance* 69(3) junho: 1347-76. 2014.
- Brune, L., X. Giné, J. Goldberg e D. Yang. “Facilitating Savings for Agriculture: Field Experimental Evidence from Malawi”. Documento de trabalho do NBER nº 20946. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. 2015.
- Bucheli, M., N. Lustig, M. Rossi e F. Amábile. “Social Spending, Taxes, and Income Redistribution in Uruguay”. *Public Finance Review* 42(3) maio: 413-33. 2014.
- Buera, F. J., J. P. Kaboski e Y. Shin. “Finance and Development: A Tale of Two Sectors”. *American Economic Review* 101(5) agosto: 1964-2002. 2011.
- Buera, F. J. e Y. Shin. “Financial Frictions and the Persistence of History: A Quantitative Exploration”. *Journal of Political Economy* 121(2) abril: 221-72. 2013.
- Burgess, R. e R. Pande. “Do Rural Banks Matter? Evidence from the Indian Social Banking Experiment”. *American Economic Review* 95(3) junho: 780-95. 2005.
- Busso, M., M. V. Fazio e S. Levy. “(In)Formal and (Un)Productive: The Productivity Costs of Excessive Informality in Mexico”. Documento de trabalho

- do BID nº 341. Departamento de Pesquisa e Economista-Chefe, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2012.
- Busso, M., A. Fernández e C. Tamayo. “Firm Productivity as an Engine of Saving”. Nota técnica do BID nº 963. Departamento de Pesquisa e Economista-Chefe, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2016.
- Butelmann, A. e F. Gallego. “Ahorro de los hogares en Chile: evidencia microeconómica”. *Economía Chilena* [Banco Central do Chile] 3(1) abril: 5-24. 2000.
- Cabrera, M., N. Lustig e H. E. Morán. “Fiscal Policy, Inequality, and the Ethnic Divide in Guatemala”. *World Development* 76(dezembro): 263-79. 2015.
- CAF (Banco de Desenvolvimento da América Latina). *Caminos para el futuro: gestión de la infraestructura en América Latina*. Série Relatório sobre a economia e o desenvolvimento. Caracas: CAF. 2009.
- . *La infraestructura en el desarrollo integral de América Latina: IDeAL 2013*. Outubro. Bogotá: CAF. 2013.
- Calderón, C. e L. Servén. “The Output Cost of Latin America’s Infrastructure Gap”. Em W. Easterly e L. Servén, eds., *The Limits of Stabilization: Infrastructure, Public Deficits, and Growth in Latin America*. Palo Alto, CA: Stanford University Press e Washington, DC: Banco Mundial. 2003.
- . “Trends in Infrastructure in Latin America, 1980-2001”. Documento de trabalho de pesquisa de políticas nº 3401. Banco Mundial, Washington, DC. 2004.
- . “Infrastructure in Latin America”. Documento de trabalho de pesquisa de políticas nº 5317. Banco Mundial, Washington, DC. 2010.
- Calderón-Madrid, Á. “Explicaciones de la caída del ahorro privado en México desde tres perspectivas”. Documento de trabalho do BID nº R-346. Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 1998.
- Callen, T. e C. Thimann. “Empirical Determinants of Household Saving: Evidence from OECD Countries”. Documento de trabalho do FMI nº 97/181. Departamento para a Ásia e o Pacífico, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. 1997.
- Calvo, G. A., A. Izquierdo e R. Loo-Kung. “Relative Price Volatility under Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheet Effects”. *Journal of International Economics* 69(1) junho: 231-54. 2006.
- Calvo, G. A., A. Izquierdo e L.-F. Mejía. “On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance-Sheet Effects”. *Proceedings* [Banco da Reserva Federal de San Francisco] 2004(junho). 2004.

- Calvo, G. A., L. Leiderman e C. M. Reinhart. "Inflows of Capital to Developing Countries in the 1990s". *Journal of Economic Perspectives* 10(2) primavera: 123-39. 1996.
- Cámara, N., D. Tuesta e P. Urbiola. "Extending Access to the Formal Financial System: The Banking Correspondent Business Model". Documento de pesquisa do BBVA nº 15/10. Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, Madrid. 2015.
- Campos, J., T. Serebrisky e A. Suárez-Alemán. "Time Goes By: Recent Developments on the Theory and Practice of the Discount Rate". Nota técnica do BID nº 861. Setor de Infraestrutura e Meio Ambiente, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2015.
- Canuto, O. "Liquidity Glut, Infrastructure Finance Drought and Development Banks". *Capital Finance International* (outono): 14-18. 2014.
- Carpena, F., S. Cole, J. Shapiro e B. Zia. "The ABCs of Financial Education: Experimental Evidence on Attitudes, Behavior, and Cognitive Biases". Documento de trabalho de pesquisa de políticas nº 7413. Banco Mundial, Washington, DC. 2015.
- Carranza, L., C. Daude e Á. Melguizo. "Public Infrastructure Investment and Fiscal Sustainability in Latin America: Incompatible Goals?" *Journal of Economic Studies* 41(1): 29-50. 2014.
- Caselli, F. e J. Feyrer. "The Marginal Product of Capital". *Quarterly Journal of Economics* 122(2) maio: 535-68. 2007.
- Catão, L. A. V. e G. M. Milesi-Ferretti. "External Liabilities and Crises". *Journal of International Economics* 94(1) setembro: 18-32. 2014.
- Cavallo, E., E. Fernández-Arias e M. Marzani. "Varieties of Saving and Crises". Nota técnica do BID nº 1047. Departamento de Pesquisa e Economista-Chefe, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2016.
- Cavallo, E., E. Fernández-Arias e A. Powell. "Is the Euro-Zone on the Mend? Latin American Examples to Analyze the Euro Question". *Journal of Banking and Finance* 47(C) outubro: 243-57. 2014.
- Cavallo, E. e M. Pedemonte. "What Is the Relationship between National Saving and Investment in Latin America and the Caribbean?" *Economía* [LACEA]. No prelo.
- Cavallo, E., A. Powell, M. Pedemonte e P. Tavella. "A New Taxonomy of Sudden Stops: Which Sudden Stops Should Countries Be Most Concerned About?" *Journal of International Money and Finance* 51(C) março: 47-70. 2015.

- Cavallo, E., G. Sánchez e P. Valenzuela. "Gone with the Wind: Demographic Transitions and Domestic Saving". Documento de trabalho do BID nº 688. Departamento de Pesquisa e Economista-Chefe, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2016.
- CDE (Center for Demography and Ecology), OPAS (Organização Pan-Americana da Saúde), NIA (National Institute on Aging) e CDHA (Center for Demography of Health and Aging). "Encuesta salud, bienestar y envejecimiento (SABE)". Pesquisa. CDE e CDHA, University of Wisconsin-Madison, Madison, WI; OPAS, Washington, DC; e NIA, National Institutes of Health, Bethesda, MD. 2002. Disponível em <http://www.ssc.wisc.edu/sabe/data.html>. Acesso em fevereiro de 2016.
- CELADE (Centro Latino-Americano e Caribenho de Demografia). "Estimaciones y proyecciones de población a largo plazo 1950-2100. Revisión 2015". CELADE, Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL), Santiago. 2015. Disponível em <http://www.cepal.org/es/estimaciones-proyecciones-poblacion-largo-plazo-1950-2100>. Acesso em fevereiro de 2016.
- CEPAL (Comissão Econômica das Nações Unidas para a América Latina e o Caribe). "Base de datos de inversiones en infraestructura económica en América Latina y el Caribe, 1980-2012". Santiago. Outubro. 2014a. Disponível em <http://www.cepal.org/es/notas-informativas/base-de-datos-de-inversiones-en-infraestructura-economica-en-america-latina-y-el>. Acesso em dezembro de 2015.
- . "La nueva era demográfica en América Latina y el Caribe: la hora de la igualdad según el reloj poblacional". Documento apresentado na Primeira Reunião da Mesa Diretora da Conferência Regional sobre População e Desenvolvimento da América Latina e do Caribe, 12-14 novembro, Santiago. 2014b.
- . "CEPALSTAT". Bases de dados e publicações estatísticas. CEPAL, Santiago. 2015a. Disponível em http://estadisticas.cepal.org/cepalstat/WEB_CEPALSTAT/Portada.asp. Acesso em fevereiro de 2016.
- . "Inversión/Gasto social en América Latina y el Caribe". Base de dados. Divisão de Desenvolvimento Social, CEPAL, Santiago. 2015b. Disponível em <http://dds.cepal.org/gasto/indicadores/>. Acesso em fevereiro de 2016.
- Cerda, R., R. Fuentes, G. García e J. I. Llodrá. "Understanding Domestic Savings in Chile". Documento de trabalho do BID nº 626. Departamento de Pesquisa e Economista-Chefe, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2015.

- Cerra, V. e S. C. Saxena. "Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery". *American Economic Review* 98(1) março: 439–57. 2008.
- Chandrasekhar, A. G., C. Kinnan e H. Larreguy. "Informal Insurance, Social Networks, and Savings Access: Evidence from a Lab Experiment in the Field". Consortium on Financial Systems and Poverty, Chicago, IL. 2012. Disponível em <http://www.cfsp.org/publications/working-papers/informal-insurance-social-networks-and-savings-access-evidence-lab-exper#.Vm3fpoRq7Og>. Acesso em dezembro de 2015.
- Chen, K., A. İmrohoroğlu e S. İmrohoroğlu. "The Japanese Saving Rate". *American Economic Review* 96(5) dezembro: 1850–58. 2006.
- Chen, M. K. "The Effect of Language on Economic Behavior: Evidence from Savings Rates, Health Behaviors, and Retirement Assets". *American Economic Review* 103(2) abril: 690–731. 2013.
- Chong, A., ed. *Development Connections: Unveiling the Impact of New Information Technologies*. Série Desenvolvimento nas Américas. Nova York, NY: Palgrave Macmillan e Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. 2011.
- Chong, A. e C. Pagés. "Taxes and Productivity: A Game of Hide and Seek". Em C. Pagés, ed., *The Age of Productivity: Transforming Economies from the Bottom Up*. Série Desenvolvimento nas Américas. Nova York, NY: Palgrave Macmillan e Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. 2010.
- Clements, B., D. Coady, M. Soto, F. Eich, A. Kangur, J. Kapsoli, K. Kashiwase, M. Nozaki, B. Shang e V. Thakoor. "The Challenge of Public Pension Reform in Advanced and Emerging Economies". Documento. Departamento de Assuntos Fiscais, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. 2011.
- Coelli, T., D. S. P. Rao e G. E. Battese. *An Introduction to Efficiency and Productivity Analysis*. Nova York: Springer. 1998.
- Coourdacier, N., S. Guibaud e K. Jin. "Credit Constraints and Growth in a Global Economy". *American Economic Review* 105(9) setembro: 2838–81. 2015.
- Coourdacier, N. e H. Rey. "Home Bias in Open Economy Financial Macroeconomics". *Journal of Economic Literature* 51(1) março: 63–115. 2013.
- Collins, D., J. Morduch, S. Rutherford e O. Ruthven. *Portfolios of the Poor: How the World's Poor Live on \$2 a Day*. Princeton, NJ: Princeton University Press. 2010.

- Comissão sobre Crescimento e Desenvolvimento. “The Growth Report: Strategies for Sustained Growth and Inclusive Development”. Relatório. Banco Mundial, Washington, DC. 2008.
- Committee on International Economic Policy and Reform. “Banks and Cross-Border Capital Flows: Policy Challenges and Regulatory Responses”. Relatório. Brookings Institution, Washington, DC. 2012.
- Corbacho, A., V. Fretes Cibils e E. Lora, eds. *More than Revenue: Taxation as a Development Tool*. Série Desenvolvimento nas Américas. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento e Nova York, NY: Palgrave Macmillan. 2013.
- Corbo, V. “Government Policy, Saving and Growth in Latin America”. Em S. Borner e M. Paldam, eds., *The Political Dimension of Economic Growth: Proceedings of the IEA Conference Held in San José, Costa Rica*. Volume 119. Londres: Palgrave Macmillan. 1998.
- Coronado, J. L. “The Effects of Social Security Privatization on Household Saving: Evidence from the Chilean Experience”. Documento de discussão das finanças e da economia nº 1998-12. Conselho de Governadores do Sistema da Reserva Federal, Washington, DC. 1998.
- Cronqvist, H. e S. Siegel. “The Origins of Savings Behavior”. *Journal of Political Economy* 123(1) fevereiro: 123-69. 2015.
- Cruces, J. J. “Argentina’s Residential Real Estate Sector: A Magnet for Savings amidst Mistrust in Traditional Investment Vehicles”. Nota técnica do BID nº 911. Departamento de Pesquisa e Economista-Chefe, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2016.
- Davis, E. P. “Prudent Person Rules or Quantitative Restrictions? The Regulation of Long-Term Institutional Investors’ Portfolios”. *Journal of Pension Economics and Finance* 1(02) julho: 157-91. 2002.
- Davis, S. J., J. C. Haltiwanger e S. Schuh. *Job Creation and Destruction*. Cambridge, MA: MIT Press. 1996.
- de la Torre, A. e A. Ize. “Should Latin America Save More to Grow Faster?” Documento de trabalho de pesquisa de políticas nº 7386. Banco Mundial, Washington, DC. 2015.
- de Mel, S., D. McKenzie e C. Woodruff. “Returns to Capital in Microenterprises: Evidence from a Field Experiment”. *Quarterly Journal of Economics* 123(4) novembro: 1329-72. 2008.
- de Mello, L. e N. Mulder. “Fiscal Adjustment in Latin America: Trends and Stylised Facts”. Em L. de Mello, ed., *Challenges to Fiscal Adjustment*

- in Latin America: The Cases of Argentina, Brazil, Chile and Mexico*. Paris: OECD Publishing. 2006.
- de Olloqui, F., G. Andrade e D. Herrera. “Inclusión financiera en América Latina y el Caribe: coyuntura actual y desafíos para los próximos años”. Documento para discussão do BID nº 385. Divisão de Mercados de Capital e Instituições Financeiras, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2015.
- Della Croce, R. e S. Gatti. “Financing Infrastructure—International Trends”. *OECD Journal: Financial Market Trends* 2014(1): 123-38. 2014.
- Della Croce, R. e J. Yermo. “Institutional Investors and Infrastructure Financing”. Documento de trabalho da OCDE sobre finanças, seguros e pensões privadas nº 36. OECD Publishing, Paris. 2013.
- DellaVigna, S. “Psychology and Economics: Evidence from the Field”. *Journal of Economic Literature* 47(2) junho: 315-72. 2009.
- DellaVigna, S. e U. Malmendier. “Paying Not to Go to the Gym”. *American Economic Review* 96(3) junho: 694-719. 2006.
- Demirgüç-Kunt, A. e L. Klapper. “Measuring Financial Inclusion: The Global Findex Database”. Documento de trabalho de pesquisa de políticas nº 6025. Banco Mundial, Washington, DC. 2012.
- Dewatripont, M. e J. Tirole. *The Prudential Regulation of Banks*. Cambridge, MA: MIT Press. 1994.
- DeYoung, R. “Scale Economies Are a Distraction”. *The Region* [Banco da Reserva Federal de Minneapolis] 24(3) setembro: 14-16. 2010.
- Diamond, D. W. e R. E. Verrecchia. “Disclosure, Liquidity, and the Cost of Capital”. *Journal of Finance* 46(4) setembro: 1325-59. 1991.
- Diamond, P. A. “National Debt in a Neoclassical Growth Model”. *American Economic Review* 55(5, 1ª Parte) dezembro: 1126-50. 1965.
- Didier, T. e S. L. Schmukler, eds. *Emerging Issues in Financial Development: Lessons from Latin America*. Washington, DC: Banco Mundial. 2014.
- Djankov, S., T. Ganser, C. McLiesh, R. Ramalho e A. Shleifer. “The Effect of Corporate Taxes on Investment and Entrepreneurship”. *American Economic Journal: Macroeconomics* 2(3) julho: 31-64. 2010.
- Drexler, A., G. Fischer e A. Schoar. “Keeping It Simple: Financial Literacy and Rules of Thumb”. *American Economic Journal: Applied Economics* 6(2) abril: 1-31. 2014.
- Dupas, P., S. Green, A. Keats e J. Robinson. “Challenges in Banking the Rural Poor: Evidence from Kenya’s Western Province”. Em S. Edwards, S. Johnson e D. N. Weil, eds., *African Successes: Modernization and Development*. Volume 3. Chicago, IL: University of Chicago Press. 2016.

- Dupas, P. e J. Robinson. “Savings Constraints and Microenterprise Development: Evidence from a Field Experiment in Kenya”. *American Economic Journal: Applied Economics* 5(1) janeiro: 163–92. 2013a.
- . “Why Don’t the Poor Save More? Evidence from Health Savings Experiments”. *American Economic Review* 103(4) junho: 1138–71. 2013b.
- Eckler. “Review of Cost of Government Pensions in Barbados”. Eckler Consultants and Actuaries, Christ Church. 2014.
- Econometría e SEI (Sistemas Especializados de Información). “Evaluación de impacto: acceso a servicios financieros en los municipios intervenidos por el Programa de Inversión Banca de las Oportunidades (2007–2010)”. Relatório. Governo da Colômbia, Bogotá. 2011.
- Ehlers, T. “Understanding the Challenges for Infrastructure Finance”. Documento de trabalho do BIS nº 454. Departamento Monetário e Econômico, Banco de Compensações Internacionais (BIS), Basileia, Suíça. 2014.
- EIU (Unidade de Inteligência de *The Economist*). “Evaluating the Environment for Public-Private Partnerships in Latin America and the Caribbean: The 2014 Infrascopes”. Índice e estudo. EIU, Nova York, NY. 2014.
- El Mekkaoui de Freitas, N. e J. Oliveira Martins. “Health, Pension Benefits and Longevity: How They Affect Household Savings?” *Journal of the Economics of Ageing* 3(abril): 21–28. 2014.
- Estache, A., T. Serebrisky e L. Wren-Lewis. “Financing Infrastructure in Developing Countries”. *Oxford Review of Economic Policy* 31(3–4) outono–inverno: 279–304. 2015.
- Fajnzylber, E., G. Plaza e G. Reyes. “Better-Informed Workers and Retirement Savings Decisions: Impact Evaluation of a Personalized Pension Projection in Chile”. Documento de trabalho nº 31. Superintendencia de Pensiones, Santiago. 2009.
- Farrell, M. J. “The Measurement of Productive Efficiency”. *Journal of the Royal Statistical Society: Series A (General)* 120(3): 253–90. 1957.
- Fay, M. e M. Morrison. *Infrastructure in Latin America and the Caribbean: Recent Developments and Key Challenges*. Washington, DC: Banco Mundial. 2007.
- Faz, X. “Mexico’s Tiered KYC: An Update on Market Response”. Post de blog. Grupo Consultivo de Assistência aos Pobres (CGAP), Washington, DC. 25 de junho de 2013. Disponível em <http://www.cgap.org/blog/mexicos-tiered-kyc-update-market-response>. Acesso em fevereiro de 2016.

- Feldman, R. J. "Size and Regulatory Reform in Finance: Important but Difficult Questions". *The Region* [Banco da Reserva Federal de Minneapolis] 24(3) setembro: 8–9. 2010.
- Feldstein, M. e P. Bacchetta. "National Saving and International Investment". Em B. D. Bernheim e J. B. Shoven, eds., *National Saving and Economic Performance*. Chicago, IL: University of Chicago Press. 1991.
- Feldstein, M. e C. Horioka. "Domestic Saving and International Capital Flows". *Economic Journal* 90(358) junho: 314–29. 1980.
- Fernandes, D., J. G. Lynch, Jr. e R. G. Netemeyer. "Financial Literacy, Financial Education, and Downstream Financial Behaviors". *Management Science* 60(8) agosto: 1861–83. 2014.
- Fernández, A. e C. E. Tamayo. "From Institutions to Financial Development and Growth: What Are the Links?" *Journal of Economic Surveys*. No prelo.
- Fernández-Arias, E. e R. Hausmann. "Is Foreign Direct Investment a Safer Form of Financing?" *Emerging Markets Review* 2(1) março: 34–49. 2001.
- Fernández-Arias, E. e D. Lombardo. "Private External Overborrowing in Undistorted Economies: Market Failure and Optimal Policy". Documento de trabalho do BID nº 369. Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 1998.
- Ferreira, F. H. G., J. Messina, J. Rigolini, L.-F. López-Calva, M. A. Lugo e R. Vakis. *Economic Mobility and the Rise of the Latin American Middle Class*. Washington, DC: Banco Mundial. 2013.
- FIAP (Federación Internacional de Administradoras de Fondos de Pensiones). "Estadísticas históricas". Base de dados. FIAP, Santiago. 2015. Disponível em http://www.fiap.cl/prontus_fiap/site/edic/base/port/series.html. Acesso em fevereiro de 2016.
- Finkelstein, A. e J. Poterba. "Adverse Selection in Insurance Markets: Policyholder Evidence from the U.K. Annuity Market". *Journal of Political Economy* 112(1) fevereiro: 183–208. 2004.
- Floro, M. S. e D. Ray. "Vertical Links between Formal and Informal Financial Institutions". *Review of Development Economics* 1(1) fevereiro: 34–56. 1997.
- FMI (Fundo Monetário Internacional). "Debt Bias and Other Distortions: Crisis-Related Issues in Tax Policy". Departamento de Assuntos Fiscais, FMI, Washington, DC. 2009. Disponível em <https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2009/061209.pdf>. Acesso em fevereiro de 2016.
- . *Perspectivas da Economia Mundial*. Base de dados. FMI, Washington, DC. Outubro. 2015. Disponível em <https://www.imf.org/>

- external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/download.aspx. Acesso em fevereiro de 2016.
- Fórum Econômico Mundial. *The Global Competitiveness Report 2006-2007*. Genebra, Suíça: Fórum Econômico Mundial. 2006.
- . *The Global Competitiveness Report 2010-2011*. Genebra, Suíça: Fórum Econômico Mundial. 2010.
- . *The Global Competitiveness Report 2014-2015*. Genebra, Suíça: Fórum Econômico Mundial. 2014.
- Franks, J., C. Mayer e L. Renneboog. “Who Disciplines Management in Poorly Performing Companies?” *Journal of Financial Intermediation* 10(3-4) julho: 209-48. 2001.
- Frederick, S., G. Loewenstein e T. O’Donoghue. “Time Discounting and Time Preference: A Critical Review”. *Journal of Economic Literature* 40(2) junho: 351-401. 2002.
- Frisancho, V. “Signaling Creditworthiness in Peruvian Microfinance Markets: The Role of Information Sharing”. *B.E. Journal of Economic Analysis and Policy* 12(1) outubro: 1-43. 2012.
- . “How to Raise Household Savings in LAC: Constraints and Best Practices”. Nota técnica do BID nº 962. Departamento de Pesquisa e Economista-Chefe, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2016.
- Frisancho, V. e J. Karver. “Financial Inclusion in Latin America and the Caribbean”. Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2016. Não publicado.
- Galiani, S., P. Gertler e R. Bando. “Non-Contributory Pensions”. Documento de trabalho do NBER nº 19775. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. 2014.
- Gandelman, N. “A Comparison of Saving Rates: Micro Evidence from Seventeen Latin American and Caribbean Countries”. Documento de trabalho do BID nº 602. Departamento de Pesquisa e Economista-Chefe, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2015a.
- . “Do the Rich Save More in Latin America?” Documento de trabalho do BID nº 588. Departamento de Pesquisa e Economista-Chefe, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2015b.
- García, N., A. Grifoni, J. C. López e D. Mejía. “Financial Education in Latin America and the Caribbean: Rationale, Overview and Way Forward”. Documento de trabalho da OCDE sobre finanças, seguros e pensões privadas nº 33. OECD Publishing, Paris. 2013.

- Gelos, R. G. e J. Roldós. "Consolidation and Market Structure in Emerging Market Banking Systems". *Emerging Markets Review* 5(1) março: 39-59. 2004.
- Gill, I. S., T. Packard e J. Yermo. *Keeping the Promise of Social Security in Latin America*. Palo Alto, CA: Stanford University Press; e Washington, DC: Banco Mundial. 2005.
- Goldberger, A. S. "Heritability". *Economica* 46(184) novembro: 327-47. 1979.
- González-Rozada, M. e H. Ruffo. "Non-Contributory Pensions and Savings: Evidence from Argentina". Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2015. Não publicado.
- González-Vega, C. e R. Quirós. "Strategic Alliances for Scale and Scope Economies: Lessons from FADES in Bolivia". Em M. E. Pagura, ed., *Expanding the Frontier in Rural Finance: Financial Linkages and Strategic Alliances*. Rugby, Warwickshire, Reino Unido: Practical Action Publishing. 2008.
- Gourinchas, P.-O. e O. Jeanne. "Capital Flows to Developing Countries: The Allocation Puzzle". *Review of Economic Studies* 80(4) outubro: 1484-1515. 2013.
- Granda, C. e F. Hamann. "Informality, Saving and Wealth Inequality in Colombia". Documento de trabalho do BID nº 575. Departamento de Pesquisa e Economista-Chefe, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2015.
- Grigoli, F., A. Herman e K. Schmidt-Hebbel. "World Saving". Documento de trabalho do FMI nº 14/204. Departamento do Hemisfério Ocidental, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. 2014.
- _____. "Saving in Latin America and the Caribbean: Performance and Policies". Documento de trabalho do FMI nº 15/108. Departamento do Hemisfério Ocidental, Fundo Monetário Internacional, Washington, DC. 2015.
- Grout, P. A., W. L. Megginson e A. Zalewska. "One Half-Billion Shareholders and Counting: Determinants of Individual Share Ownership around the World". Documento. 2009. Disponível em <http://ssrn.com/abstract=1364765>. Acesso em janeiro de 2016.
- Hall, C. D. "Actuarial Analysis of the Sustainability of the National Insurance Scheme (NIS) in Jamaica". Eckler Consultants and Actuaries, Kingston. 2014.
- Hansen, E. e R. Wagner. "Multinationals Stockpiling Cash: Exploring a Commodity Boom". Documento de trabalho do BID nº 580.

- Departamento de Pesquisa e Economista-Chefe, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2015.
- Hayashi, F. "Is Japan's Saving Rate High?" *Quarterly Review* [Banco da Reserva Federal de Minneapolis] 13(2) primavera: 3-9. 1989.
- Heller, P. S. "Aging, Savings, and Pensions in the Group of Seven Countries: 1980-2025". *Journal of Public Policy* 9(02) abril: 127-55. 1989.
- HelpAge International. "Global AgeWatch Index 2015". Base de dados. HelpAge International, Londres. 2015. Disponível em www.helpage.org/global-agewatch/. Acesso em fevereiro de 2016.
- Henrichs, J. e B. R. H. Van den Bergh. "Perinatal Developmental Origins of Self-Regulation". Em G. H. E. Gendolla, M. Tops e S. L. Koole, eds., *Handbook of Biobehavioral Approaches to Self-Regulation*. Nova York, NY: Springer-Verlag. 2015.
- Hernani-Limarino, W., W. Jiménez e G. Mena. "Evolution, Importance and Correlates of Household Savings in Bolivia". Documento de trabalho nº 10/2015. Fundación ARU, La Paz, Bolívia. 2015.
- Hernani-Limarino, W. e G. Mena. "Intended and Unintended Effects of Unconditional Cash Transfers: The Case of Bolivia's *Renta Dignidad*". Documento de trabalho do BID nº 631. Departamento de Pesquisa e Economista-Chefe, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2015.
- Hess, D. "Protecting and Politicizing Public Pension Fund Assets: Empirical Evidence on the Effects of Governance Structures and Practices". *UC Davis Law Review* 39(1) novembro: 187-227. 2005.
- Higgins, S. e C. Pereira. "The Effects of Brazil's Taxation and Social Spending on the Distribution of Household Income". *Public Finance Review* 42(3) maio: 346-67. 2014.
- Holzmann, R. "Global Pension Systems and Their Reform: Worldwide Drivers, Trends and Challenges". *International Social Security Review* 66(2) abril-junho: 1-29. 2013.
- Holzmann, R. e R. Hinz (com H. von Gersdorff, I. Gill, G. Impavido, A. R. Musalem, R. Palacios, D. Robolino, M. Rutkowski, A. Schwarz, Y. Sin e K. Subbarao). *Old-Age Income Support in the 21st Century: An International Perspective on Pension Systems and Reform*. Washington, DC: Banco Mundial. 2005.
- Hopt, K. J. "Comparative Corporate Governance: The State of the Art and International Regulation". *American Journal of Comparative Law* 59(1) inverno: 1-73. 2011.

- Hsieh, C.-T. e P. J. Klenow. "Misallocation and Manufacturing TFP in China and India". *Quarterly Journal of Economics* 124(4) novembro: 1403-48. 2009.
- . "The Life Cycle of Plants in India and Mexico". *Quarterly Journal of Economics* 129(3) agosto: 1035-84. 2014.
- Hsieh, C.-T. e J. A. Parker. "Taxes and Growth in a Financially Underdeveloped Country: Evidence from the Chilean Investment Boom". *Economía [LACEA]* 8(1) outono: 1-53. 2007.
- Hurst, E., G. Li e B. Pugsley. "Are Household Surveys Like Tax Forms? Evidence from Income Underreporting of the Self-Employed". *Review of Economics and Statistics* 96(1) março: 19-33. 2014.
- Inderst, G. "Private Infrastructure Finance and Investment in Europe". Documento de trabalho do BEI nº 2013/02. Banco Europeu de Investimento, Luxemburgo. 2013.
- Inderst, G. e F. Stewart. "Institutional Investment in Infrastructure in Developing Countries: Introduction to Potential Models". Documento de trabalho de pesquisa de políticas nº 6780. Banco Mundial, Washington, DC. 2014.
- Infrastructure Canada. "Infrastructure and Productivity: A Literature Review". Relatório. Research and Analysis Division, Infrastructure Canada, Ottawa, ON, Canadá. 2007.
- Ionescu, L. e E. A. Robles. "Update of IOPS Work on Fees and Charges". Documento de trabalho da IOPS sobre a supervisão eficaz das pensões nº 20. Organização Internacional de Supervisores Previdenciários (IOPS), Paris. 2014.
- IOPS (Organização Internacional de Supervisores Previdenciários). "IOPS Principles of Private Pension Supervision". IOPS, Paris. 2010. Disponível em <http://www.iopsweb.org/principlesandguidelines/IOPS-principles-private-pension-supervision.pdf>. Acesso em fevereiro de 2016.
- . "Pension Supervisory Authorities and Financial Education: Lessons Learnt". Documento informativo da IOPS nº 1. IOPS, Paris. 2011.
- . "Toolkit for Risk-Based Pensions Supervision: Case Study: Netherlands". IOPS, Paris. 2012.
- Izquierdo, A. e E. Kawamura. "Public Expenditure: Is There a Bias against Public Investment? A Political Economy Explanation". Trabalho apresentado na 20ª Reunião Anual da Associação de Economia da América Latina e do Caribe (LACEA), 15-17 outubro, Santa Cruz, Bolívia. 2015.

- Izquierdo, A., R. Loo-Kung e F. Navajas, coords. *Resistiendo el canto de las sirenas financieras en Centroamérica: una ruta hacia un gasto eficiente con más crecimiento*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. 2013.
- Jakiela, P. e O. Ozier. “Does Africa Need a Rotten Kin Theorem? Experimental Evidence from Village Economies”. *Review of Economic Studies* 83(1) janeiro: 231-68. 2016.
- Jamison, J. C., D. Karlan e J. Zinman. “Financial Education and Access to Savings Accounts: Complements or Substitutes? Evidence from Ugandan Youth Clubs”. Documento de trabalho do NBER nº 20135. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. 2014.
- Janssens, W., B. Kramer e L. Swart. “Be Patient When Measuring Hyperbolic Discounting: Stationarity, Time Consistency and Time Invariance in a Field Experiment”. Documento para discussão nº 2015-097/V. Tinbergen Institute, Amsterdã. 2015.
- Jaramillo, M. “The Incidence of Social Spending and Taxes in Peru”. *Public Finance Review* 42(3) maio: 391-412. 2014.
- Jeanne, O. e A. Korinek. “Excessive Volatility in Capital Flows: A Pigouvian Taxation Approach”. *American Economic Review* 100(2) maio: 403-07. 2010.
- Jemio, L. C. e O. Nina. “Saving and Investment Behavior in Bolivia: Evidence from a Flow-of-Funds Analysis”. Nota técnica do BID nº 895. Departamento de Pesquisa e Economista-Chefe, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2016.
- Jiménez, L. F. e S. Manuelito. “Rasgos estilizados de la relación entre inversión y crecimiento en América Latina y el Caribe, 1980-2012”. Série Macroeconomia do desenvolvimento nº 136. Comissão Econômica das Nações Unidas para a América Latina e o Caribe (CEPAL), Santiago. 2013.
- Jiménez-Martín, S. “The Incentive Effects of Minimum Pensions”. *IZA World of Labor* 2014(agosto) 1-10. 2014.
- John, A. “Just a Few Cents Each Day: Can Fixed Regular Deposits Overcome Savings Constraints? Evidence from a Commitment Savings Product in Bangladesh”. Documento para discussão sobre organização econômica e políticas públicas nº 51. Londres: London School of Economics and Political Science. 2014.
- Joumard, I., C. André e C. Nicq. “Health Care Systems: Efficiency and Institutions”. Documento de trabalho da OCDE nº 769. Departamento de Economia. OECD Publishing, Paris. 2010.

- J.P. Morgan Asset Management e Af2i (Association Française des Investisseurs Institutionnels). "Guide to Infrastructure Investing". 2014. Disponível em [http://www.jpmorganassetmanagement.ch/DE/dms/Guide_to_infrastructure_investing_\[MKR\]_\[CH_EN\].pdf](http://www.jpmorganassetmanagement.ch/DE/dms/Guide_to_infrastructure_investing_[MKR]_[CH_EN].pdf). Acesso em dezembro de 2015.
- Juárez, L. "Crowding out of Private Support to the Elderly: Evidence from a Demigrant in Mexico". *Journal of Public Economics* 93(3-4) abril: 454-63. 2009.
- Kahneman, D., P. Slovic e A. Tversky, eds. *Judgment under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge, Reino Unido: Cambridge University Press. 1982.
- Karlan, D. e L. L. Linden. "Loose Knots: Strong versus Weak Commitments to Save for Education in Uganda". Julho. 2014. Disponível em <http://www.povertyactionlab.org/publication/loose-knots-strong-versus-weak-commitments-save-education-uganda>. Acesso em janeiro de 2016.
- Karlan, D., M. McConnell, S. Mullainathan e J. Zinman. "Getting to the Top of Mind: How Reminders Increase Saving". *Management Science*. No prelo.
- Karlan, D., A. L. Ratan e J. Zinman. "Savings by and for the Poor: A Research Review and Agenda". *Review of Income and Wealth* 60(1) março: 36-78. 2014.
- Karlan, D. e J. Zinman. "Price and Control Elasticities of Demand for Savings". Janeiro. 2014. Disponível em http://karlan.yale.edu/sites/default/files/savingselasticities_2014_01_v9.pdf. Acesso em janeiro de 2016.
- Kast, F., S. Meier e D. Pomeranz. "Under-Savers Anonymous: Evidence on Self-Help Groups and Peer Pressure as a Savings Commitment Device". Documento de trabalho do NBER nº 18417. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. 2012.
- Kawamura, E. e L. Ronconi. "Firms' Investment and Savings in Latin America: Stylized Facts from the Enterprise Survey". Documento de trabalho do BID nº 638. Departamento de Pesquisa e Economista-Chefe, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2015.
- Ke, D., L. Ng e Q. Wang. "Home Bias in Foreign Investment Decisions". *Journal of International Business Studies* 41(6) agosto: 960-79. 2010.
- Kehoe, T. J. e F. Meza. "Catch-up Growth Followed by Stagnation: Mexico, 1950-2010". *Latin American Journal of Economics* 48(2) novembro: 227-68. 2011.

- Kohli, H. A. e P. Basil. "Requirements for Infrastructure Investment in Latin America under Alternate Growth Scenarios: 2011-2040". *Global Journal of Emerging Market Economies* 3(1) janeiro: 59-110. 2011.
- Kotlikoff, L. J. "Intergenerational Transfers and Savings". *Journal of Economic Perspectives* 2(2) primavera: 41-58. 1988.
- Kotlikoff, L. J. e A. Spivak. "The Family as an Incomplete Annuities Market". *Journal of Political Economy* 89(2) abril: 372-91. 1981.
- Lane, P. R. e G. M. Milesi-Ferretti. "The External Wealth of Nations Mark II: Revised and Extended Estimates of Foreign Assets and Liabilities, 1970-2004". *Journal of International Economics* 73(2) novembro: 223-50. 2007.
- Lanuza, P. "Making Sense of the Commercialization of Microfinance in Latin America: Lessons for Nicaragua". St. Antony's College, Oxford, Reino Unido. 2004. Disponível em <http://www.microfinancegateway.org/sites/default/files/mfg-en-case-study-making-sense-of-the-commercialization-of-microfinance-in-latin-america-lessons-for-nicaragua-2004.pdf>. Acesso em janeiro de 2016.
- Lasso, F. "Incidencia del gasto público social sobre la distribución del ingreso y la reducción de la pobreza". Trabalho apresentado no Seminário semanal de economia do Banco Central da Colômbia, 17-18 novembro, Medellín, Colômbia. 2006.
- Lee, P., P. Ainslie e S. Fathallah. "Embracing Informality: Designing Financial Services for China's Marginalized". Relatório. Reboot, Nova York, NY. 2012.
- Lee, R. D. e A. Mason. "Generational Economics in a Changing World". *Population and Development Review* 37(s1) janeiro: 115-42. 2011a.
- _____, eds. *Population Aging and the Generational Economy: A Global Perspective*. Cheltenham, GL, Reino Unido e Northampton, MA, EUA: Edward Elgar Publishing; e Ottawa, ON, Canadá: Centro de Pesquisa para o Desenvolvimento Internacional (IDRC). 2011b.
- Levine, R. "Finance and Growth: Theory and Evidence". Em P. Aghion e S. N. Durlauf, eds., *Handbook of Economic Growth*. Volume 1A. Amsterdã: North-Holland. 2005.
- Levy, S. *Good Intentions, Bad Outcomes: Social Policy, Informality, and Economic Growth in Mexico*. Washington, DC: Brookings Institution. 2008.
- Levy Yeyati, E. e A. Micco. "Concentration and Foreign Penetration in Latin American Banking Sectors: Impact on Competition and Risk". *Journal of Banking and Finance* 31(6) junho: 1633-47. 2007.

- Levy Yeyati, E. e J. Zúñiga. “Varieties of Capital Flows: What Do We Know?” Documento de trabalho de KSG Faculty Research n° 15-025. Kennedy School of Government, Universidade de Harvard, Cambridge, MA. 2015.
- Llerena Pinto, F. P., M. C. Llerena Pinto, M. A. Llerena Pinto e R. Saá. “Social Spending, Taxes and Income Redistribution in Ecuador”. Documento de trabalho do CEQ n° 28. Center for Inter-American Policy and Research (CIPR) e Departamento de Economia, Tulane University, Nova Orleans, LA; e Diálogo Interamericano, Washington, DC. 2015.
- Loayza, N., A. M. Oviedo e L. Servén. “The Impact of Regulation on Growth and Informality: Cross-Country Evidence”. Documento de trabalho de pesquisa de políticas n° 3623. Banco Mundial, Washington, DC. 2005.
- Loayza, N., K. Schmidt-Hebbel e L. Servén. “What Drives Private Saving across the World?” Documento de trabalho n° 47. Banco Central do Chile, Santiago. 1999.
- López-Murphy, P. e A. R. Musalem. “Pension Funds and National Saving”. Documento de trabalho de pesquisa de políticas n° 3410. Banco Mundial, Washington, DC. 2004.
- Lora, E. “Public Investment in Infrastructure in Latin America: Is Debt the Culprit?” Documento de trabalho n° 595. Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2007.
- Love, I., M. S. Martínez Pería e S. Singh. “Collateral Registries for Movable Assets: Does Their Introduction Spur Firms’ Access to Bank Financing?” *Journal of Financial Services Research* 49(1) fevereiro: 1–37. 2016.
- Lucas, Jr., R. E. “Why Doesn’t Capital Flow from Rich to Poor Countries?” *American Economic Review* 80(2) maio: 92–96. 1990.
- Lustig, N. e C. Pessino. “Social Spending and Income Redistribution in Argentina during the 2000s: The Rising Role of Noncontributory Pensions”. Documento de trabalho do CEQ n° 5. Center for Inter-American Policy and Research (CIPR) e Departamento de Economia, Tulane University, Nova Orleans, LA; e Diálogo Interamericano, Washington, DC. 2013.
- Lustig, N., C. Pessino e J. Scott. “The Impact of Taxes and Social Spending on Inequality and Poverty in Argentina, Bolivia, Brazil, Mexico, Peru, and Uruguay: Introduction to the Special Issue”. *Public Finance Review* 42(3) maio: 287–303. 2014.

- Maldonado, J. H. e L. Tejerina. "Investing in Large Scale Financial Inclusion: The Case of Colombia". Nota técnica do BID nº 197. Divisão de Proteção Social e Saúde, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2010.
- Marín, A. G. e R. Schwabe. "Bank Competition and Account Penetration: Evidence from Mexico". Documento de trabalho nº 2013-14. Banco de México, Cidade do México. 2013.
- Martin, X. "Inclusive Commitment Savings in Latin America and the Caribbean". Estudo. Fundo Multilateral de Investimentos, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2014. Disponível em <http://www.pro-savings.org/sites/default/files/CONSOLIDADO%20ingles.pdf>. Acesso em janeiro de 2016.
- Martínez Pería, M. S. e S. Singh. "The Impact of Credit Information Sharing Reforms on Firm Financing". Documento de trabalho de pesquisa de políticas nº 7013. Banco Mundial, Washington, DC. 2014.
- Mayer, C. "Corporate Governance, Competition and Performance". Documento de trabalho da OCDE nº 164. Departamento de Economia. OECD Publishing, Paris. 1996.
- . "Financial Systems and Corporate Governance: A Review of the International Evidence". *Journal of Institutional and Theoretical Economics* 154(1) março: 144-76. 1998.
- McDonald, K., C. Ansley, A. Coleman, M. Holm, J. McDermott, P. Mersi e S. Toplis. "Saving New Zealand: Reducing Vulnerabilities and Barriers to Growth and Prosperity". Relatório. Ministério da Fazenda da Nova Zelândia, Wellington. 2011.
- McKay, C. e M. Pickens. "Branchless Banking 2010: Who's Served? At What Price? What's Next?". Nota Focus nº 66. Grupo Consultivo de Assistência aos Pobres (CGAP), Washington, DC. 2010.
- McKenzie, D. J. e C. Woodruff. "Do Entry Costs Provide an Empirical Basis for Poverty Traps? Evidence from Mexican Microenterprises". *Economic Development and Cultural Change* 55(1) outubro: 3-42. 2006.
- McKinsey Global Institute. "Infrastructure Productivity: How to Save \$1 Trillion a Year". Relatório. McKinsey and Company, Nova York, NY. 2013.
- Meaney, M. J. e M. Szyf. "Environmental Programming of Stress Responses through DNA Methylation: Life at the Interface between a Dynamic Environment and a Fixed Genome". *Dialogues in Clinical Neuroscience* 7(2) junho: 103-23. 2005.

- Meléndez, M. “CEQ Master Workbook: Colombia”. 21 de novembro. Tulane University, Nova Orleans, LA. 2014.
- Mester, L. J. “Scale Economies in Banking and Financial Regulatory Reform”. *The Region* [Banco da Reserva Federal de Minneapolis] 24(3) setembro: 10-13. 2010.
- Midrigan, V. e D. Y. Xu. “Finance and Misallocation: Evidence from Plant-Level Data”. *American Economic Review* 104(2) fevereiro: 422-58. 2014.
- Milevsky, M. A. *Life Annuities: An Optimal Product for Retirement Income*. Charlottesville, VA: Research Foundation of CFA Institute. 2013.
- _____. *King William’s Tontine: Why the Retirement Annuity of the Future Should Resemble Its Past*. Nova York, NY: Cambridge University Press. 2015.
- Miranda Pinto, J. “Proyección de pensión personalizada en Chile: evaluación de su impacto en la decisión de jubilación”. *Estudios de Economía* 40(2) dezembro: 211-45. 2013.
- Modigliani, F. e M. H. Miller. “The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment”. *American Economic Review* 48(3) junho: 261-97. 1958.
- Morton, M., J. Klugman, L. Hanmer e D. Singer. “Gender at Work: A Companion to the *World Development Report on Jobs*”. Relatório. Unidade de Gênero e Desenvolvimento, Banco Mundial, Washington, DC. 2014.
- Mullainathan, S. e E. Shafir. *Scarcity: The New Science of Having Less and How It Defines Our Lives*. Nova York, NY: Picador. 2014.
- Musalem, A. R. e P. Souto. “Unveiling the Governance of National Public Pension Funds”. Documento de trabalho nº 34. Center for Financial Stability, Nova York, NY. 2009.
- Myers, S. C. e N. S. Majluf. “Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have”. *Journal of Financial Economics* 13(2) junho: 187-221. 1984.
- Nações Unidas. “World Population Prospects: The 2012 Revision”. DVD-ROM. Divisão de População, Departamento de Assuntos Econômicos e Sociais, Nações Unidas, Nova York. 2013.
- _____. “World Population Prospects: The 2015 Revision”. Base de dados. Divisão de População, Departamento de Assuntos Econômicos e Sociais, Nações Unidas, Nova York. 2015. Disponível em <http://esa.un.org/unpd/wpp/>. Acesso em fevereiro de 2016.
- National Academies of Sciences, Engineering, and Medicine. *The Growing Gap in Life Expectancy by Income: Implications for Federal*

- Programs and Policy Responses*. Washington, DC: National Academies Press. 2015.
- Núñez Méndez, J., N. Salazar, L. Cuesta, C. Castañeda, G. Rivas e J. Castillo. “Primer seguimiento de la evaluación de impacto del piloto del Programa de Promoción de la Cultura del Ahorro”. Relatório. Fedesarrollo, Bogotá. 2012.
- OCDE (Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômicos). “Encouraging Savings through Tax-Preferred Accounts”. Estudo da OCDE sobre a política fiscal nº 15. OECD Publishing, Paris. 2007.
- _____. “OECD Guidelines for Pension Fund Governance”. OCDE, Paris. 2009. Disponível em <http://www.oecd.org/pensions/private-pensions/34799965.pdf>. Acesso em janeiro de 2016.
- _____. *Government at a Glance 2011*. Paris: OECD Publishing. 2011.
- _____. “A Policy Roadmap for Defined Contribution Pensions”. Em *OECD Pensions Outlook 2012*. Paris: OECD Publishing. 2012.
- _____. “Pension Markets in Focus: 2014 Edition”. Relatório anual. OCDE, Paris. 2014a. Disponível em <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2014.pdf>. Acesso em fevereiro de 2016.
- _____. “Social Expenditure Database (SOCX)”. Base de dados. OCDE, Paris. 2014b. Disponível em <http://www.oecd.org/social/expenditure.htm>. Acesso em fevereiro de 2016.
- _____. “Can Pension Funds and Life Insurance Companies Keep Their Promises?” Em *OECD Business and Finance Outlook 2015*. Paris: OECD Publishing. 2015a.
- _____. *G20/OECD Principles of Corporate Governance*. Paris: OECD Publishing. 2015b.
- _____. “Pension Markets in Focus: 2015 Edition”. Relatório anual. OCDE, Paris. 2015c. Disponível em <http://www.oecd.org/daf/fin/private-pensions/Pension-Markets-in-Focus-2015.pdf>. Acesso em fevereiro de 2016.
- OMS (Organização Mundial da Saúde). *The World Health Report 2006: Working Together for Health*. Genebra, Suíça: OMS. 2006.
- _____. *World Report on Ageing and Health*. Genebra, Suíça: OMS. 2015.
- Ortigueira, S. e N. Siassi. “How Important Is Intra-Household Risk Sharing for Savings and Labor Supply?” *Journal of Monetary Economics* 60(6) setembro: 650–66. 2013.
- Pagés, C., ed. *The Age of Productivity: Transforming Economies from the Bottom Up*. Série Desenvolvimento nas Américas. Nova York,

- NY: Palgrave Macmillan e Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. 2010.
- Pagura, M. E., ed. *Expanding the Frontier in Rural Finance: Financial Linkages and Strategic Alliances*. Rugby, Warwickshire, Reino Unido: Practical Action Publishing. 2008.
- Paz Arauco, V., G. Gray Molina, E. Yáñez Aguilar e W. Jiménez Pozo. “Explaining Low Redistributive Impact in Bolivia”. *Public Finance Review* 42(3) maio: 326–45. 2014.
- Perrotti, D. E. e R. J. Sánchez. “La brecha de infraestructura en América Latina y el Caribe”. Série Recursos naturais e infraestrutura nº 153. Comissão Econômica das Nações Unidas para a América Latina e o Caribe (CEPAL), Santiago. 2011.
- Piazzesi, M. e M. Schneider. “Inflation and the Price of Real Assets”. Stanford University, Stanford, CA; e National Bureau of Economic Research (NBER), Cambridge, MA. 2012. Disponível em <http://web.stanford.edu/~piazzesi/inflationAP.pdf>. Acesso em fevereiro de 2016.
- Poterba, J. M. “Tax Policy and Corporate Saving”. *Brookings Papers on Economic Activity* 18(2): 455–503. 1987.
- Powell, A., coord. *Rethinking Reforms: How Latin America and the Caribbean Can Escape Suppressed World Growth*. Relatório macroeconômico da América Latina e do Caribe de 2013. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. 2013.
- . “Boring Banks, Safe Economies?” *Ideas Matter* (blog), Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 25 de junho de 2015. Disponível em <http://blogs.iadb.org/ideasmatter/2015/06/25/boring-banks-safe-economies/>. Acesso em janeiro de 2016.
- . “Banks, Financial Markets and Financial Inclusion in Latin America”. Nota técnica do BID. Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2016. Não publicado.
- Powell, A. e M. Székely. “Financial Access and Household Behavior: Evidence from Mexico”. Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2015. Não publicado.
- Prina, S. “Banking the Poor via Savings Accounts: Evidence from a Field Experiment”. *Journal of Development Economics* 115(C) julho: 16–31. 2015.
- Rajan, R. G. e L. Zingales. “Banks and Markets: The Changing Character of European Finance”. Documento de trabalho do NBER nº 9595. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA. 2003.

- Ramey, G. e V. A. Ramey. "Cross-Country Evidence on the Link between Volatility and Growth". *American Economic Review* 85(5) dezembro: 1138-51. 1995.
- Ranciére, R., A. Tornell e F. Westermann. "Decomposing the Effects of Financial Liberalization: Crises vs. Growth". *Journal of Banking and Finance* 30(12) dezembro: 3331-48. 2006.
- Ravallion, M. "Measuring Aggregate Welfare in Developing Countries: How Well Do National Accounts and Surveys Agree?" *Review of Economics and Statistics* 85(3) agosto: 645-52. 2003.
- Restuccia, D. e R. Rogerson. "Policy Distortions and Aggregate Productivity with Heterogeneous Establishments". *Review of Economic Dynamics* 11(4) outubro: 707-20. 2008.
- Rodríguez, C. e J. E. Saavedra. "Nudging Youth to Develop Savings Habits: Experimental Evidence Using SMS Messages". Documento de trabalho do CESR-Schaeffer nº 2015-018. University of Southern California, Los Angeles, CA. 2015.
- Rofman, R. e M. L. Oliveri. "Pension Coverage in Latin America: Trends and Determinants". Documento para discussão sobre proteção social e trabalho nº 1217. Banco Mundial, Washington, DC. 2012.
- Röhn, O. "New Evidence on the Private Saving Offset and Ricardian Equivalence". Documento de trabalho da OCDE nº 762. Departamento de Economia. OECD Publishing, Paris. 2010.
- Rojas-Suárez, L. e M. A. Amado. "Understanding Latin America's Financial Inclusion Gap". Documento de trabalho nº 367. Center for Global Development, Washington, DC. 2014.
- Rosen, B. "The Experience of Participants in Both an Incentivized Savings and CCT Program in Rural Peru". Estudo. Proyecto Capital, Instituto de Estudios Peruanos, Lima. 2010.
- Ruiz, C. "From Pawn Shops to Banks: The Impact of Formal Credit on Informal Households". Documento de trabalho de pesquisa de políticas nº 6634. Banco Mundial, Washington, DC. 2013.
- Ruiz-Tagle, J. e D. Contreras. "CEQ Master Workbook: Chile". Agosto. Tulane University, Nova Orleans, LA. 2014.
- Saad, P. M. "Demographic Trends in Latin America and the Caribbean". Em D. Cotlear, ed., *Population Aging: Is Latin America Ready?* Washington, DC: Banco Mundial. 2011.
- Samuelson, P. A. "An Exact Consumption-Loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money". *Journal of Political Economy* 66(6) dezembro: 467-82. 1958.

- Sandoval-Hernández, J. “The Impact of Pension Reforms on Mexican Household Saving”. Documento. College of Charleston, Charleston, SC. 2012. Não publicado.
- Sauma, P. e J. D. Trejos. “Gasto público social, impuestos, redistribución del ingreso y pobreza en Costa Rica”. Documento de trabalho do CEQ nº 18. Center for Inter-American Policy and Research (CIPR) e Departamento de Economía, Tulane University, Nova Orleans, LA; e Diálogo Interamericano, Washington, DC. 2014.
- Schaner, S. “Do Opposites Detract? Intrahousehold Preference Heterogeneity and Inefficient Strategic Savings”. *American Economic Journal: Applied Economics* 7(2) abril: 135–74. 2015.
- Scott, J. “Redistributive Impact and Efficiency of Mexico’s Fiscal System”. *Public Finance Review* 42(3) maio: 368–90. 2014.
- SENAMA (Servicio Nacional del Adulto Mayor). “Estudio nacional de la dependencia en las personas mayores”. Relatório. SENAMA, Ministério do Desenvolvimento Social, Governo do Chile, Santiago. 2009.
- Serebrisky, T. “Sustainable Infrastructure for Competitiveness and Inclusive Growth: IDB Infrastructure Strategy”. Relatório. Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2014.
- Serebrisky, T., D. Margot, A. Suárez-Alemán e M. C. Ramírez. “What Do We Know about Investment and Saving in Latin America and the Caribbean?” Documento. Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2015.
- Serebrisky, T., A. Suárez-Alemán, D. Margot e M. C. Ramírez. “Financing Infrastructure in Latin America and the Caribbean: How, How Much and by Whom?” Relatório. Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2015.
- Sirri, E. R. e P. Tufano. “The Economics of Pooling”. Em D. B. Crane, K. A. Froot, S. P. Mason, A. F. Perold, R. C. Merton, Z. Bodie, E. R. Sirri e P. Tufano, eds., *The Global Financial System: A Functional Perspective*. Boston, MA: Harvard Business School Press. 1995.
- Souto, P. e A. R. Musalem. “Assessing the Governance and Transparency of National Public Pension Funds”. *Review of European Studies* 4(2) junho: 148–67. 2012.
- Standard & Poor’s. “Global Infrastructure Investment: Timing Is Everything (And Now Is the Time)”. Standard & Poor’s Ratings Direct (13 de janeiro). 2015. Disponível em [http://www.tfreview.com/sites/default/files/SP_Economic%20Research_Global%20Infrastructure%20Investment%20\(2\).pdf](http://www.tfreview.com/sites/default/files/SP_Economic%20Research_Global%20Infrastructure%20Investment%20(2).pdf). Acesso em janeiro de 2016.

- Subsecretaria de Previdência Social. “Bases de datos EPS”. Base de dados das Pesquisas de Proteção Social. Subsecretaria de Previdência Social, Governo do Chile, Santiago. 2002. Disponível em http://www.previsionsocial.gob.cl/subprev/?page_id=7518. Acesso em fevereiro de 2016.
- Székely, M., P. Mendoza e J. Karver. “Understanding Domestic Saving in Latin America and the Caribbean: The Case of Mexico”. Documento de trabalho do BID nº 606. Departamento de Pesquisa e Economista-Chefe, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2015.
- Tabak, B. M., D. M. Fazio e D. O. Cajueiro. “Profit, Cost and Scale Efficiency for Latin American Banks: Concentration-Performance Relationship”. Documento de trabalho nº 244. Departamento de Estudos e Pesquisas, Banco Central do Brasil, Brasília. 2011.
- Taber, L. (com C. Cuevas). “Integrating the Poor into the Mainstream Financial System: The BANSEFI and SAGARPA Programs in Mexico”. Em Grupo Consultivo de Assistência aos Pobres (CGAP) e Banco Mundial, eds., *Scaling up Poverty Reduction: Case Studies in Microfinance*. Washington, DC: CGAP e Banco Mundial. 2004.
- Terry, D. F. e S. R. Wilson, eds. *Beyond Small Change: Making Migrant Remittances Count*. Washington, DC: Banco Interamericano de Desenvolvimento. 2005.
- Thaler, R. H. e S. Benartzi. “Save More Tomorrow™: Using Behavioral Economics to Increase Employee Saving”. *Journal of Political Economy* 112(S1) fevereiro: S164-S187. 2004.
- Thanassoulis, E. *Introduction to the Theory and Application of Data Envelopment Analysis: A Foundation Text with Integrated Software*. Nova York: Springer. 2001.
- Tovar, J. e M. Urrutia. “Household Savings in Colombia 1997-2011”. Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2014. Não publicado.
- Trivelli, C., J. Montenegro e M. C. Gutiérrez. “Un año ahorrando: primeros resultados del programa piloto ‘Promoción del Ahorro en Familias JUNTOS’”. Documento de trabalho nº 159. Instituto de Estudios Peruanos, Lima. 2011.
- Trujillo, V. e S. Navajas. “Financial Inclusion in Latin America and the Caribbean: Data and Trends”. Documento. Fundo Multilateral de Investimentos, Banco Interamericano de Desenvolvimento, Washington, DC. 2014.

- Ubfal, D. "The Impact of Financial Access for Beneficiaries of Social Programs in Mexico". Trabalho apresentado na 18ª Reunião Anual da Associação de Economia da América Latina e do Caribe (LACEA), 31 de outubro, Cidade do México. 2013.
- Urzúa, C. M. "Tax Reform and Macroeconomic Policy in Mexico". Documento de trabalho nº X-1993. Centro de Estudios Económicos, El Colegio de México, Cidade do México. 1993.
- Wang, M., M. O. Rieger e T. Hens. "How Time Preferences Differ: Evidence from 45 Countries". Documento para discussão nº 2011/18. Department of Business and Management Science, Norwegian School of Economics, Bergen, Noruega. 2011.
- Williams, J. "Efficiency and Market Power in Latin American Banking". *Journal of Financial Stability* 8(4) dezembro: 263-76. 2012.
- Yang, T. e O. S. Mitchell. "Public Sector Pension Governance, Funding and Performance: A Longitudinal Appraisal". Em J. Evans, M. Orszag e J. Piggott, eds., *Pension Fund Governance: A Global Perspective on Financial Regulation*. Cheltenham, GL, Reino Unido e Northampton, MA, EUA: Edward Elgar Publishing. 2008.

Esta obra está sujeita a uma licença Creative Commons CC-IGO 3.0 BY-NC-ND.

Por que as pessoas — e as economias — devem poupar? Este livro sobre o problema da poupança na América Latina e no Caribe sugere que, embora poupar para sobreviver aos tempos difíceis seja importante, poupar para prosperar nos tempos de bonança é o que realmente importa. As pessoas devem poupar para investir em saúde e educação, gozar de uma vida produtiva e plena e aproveitar ao máximo seus anos de aposentadoria. As empresas devem poupar para aumentar seus negócios, empregar mais trabalhadores em melhores funções e produzir bens de qualidade. Os governos devem poupar para construir a infraestrutura exigida por uma economia produtiva, prestar serviços de qualidade aos seus cidadãos e garantir aos seus idosos uma aposentadoria digna e sem preocupações. Em suma, os países devem poupar não para os tempos difíceis, mas sim para os tempos de bonança, quando todos podem aproveitar os benefícios do crescimento, da prosperidade e do bem-estar.

“A América Latina poupa entre 10 e 15 pontos percentuais do PIB menos do que as maiores economias asiáticas. Será que crescemos lentamente porque pouparamos muito pouco? Ou pouparamos muito pouco porque o crescimento é lento? Este relatório fascinante responde essas e outras perguntas cruciais. Altamente recomendado para economistas acadêmicos, formuladores de políticas e qualquer pessoa preocupada com o futuro econômico da América Latina”.

*Andrés Velasco,
ex-ministro da Fazenda do Chile*

“O carro-chefe deste ano do BID (DIA) apresenta uma análise profunda de uma questão crucial para o desenvolvimento: a dinâmica da poupança e de comportamentos de poupança. Isso é particularmente importante para a América Latina, onde as taxas de poupança têm sido tradicionalmente muito baixas. Este livro aborda questões complexas como a reforma de sistemas previdenciários em uma região nebulosa, e as restrições que os indivíduos enfrentam para poupar. A análise é rigorosa e esclarecedora. Leitura obrigatória para acadêmicos envolvidos nessa questão, bem como para formuladores de políticas”.

*Orazio Attanasio,
Professor da Cátedra Jeremy Bentham de Economia,
University College London, Reino Unido*

“Este panorama excepcionalmente abrangente e pedagógico dos desafios de poupança na América Latina explora o motivo pelo qual a região não tem sido muito eficiente em matéria de poupança. Também oferece soluções realistas para minimizar os riscos de um cenário de ‘manutenção do status quo’. Entre as muitas ideias concretas e inovadoras está uma discussão de como mobilizar poupança para financiar investimentos em infraestrutura, a fim de tornar a América Latina mais produtiva. Em suma, considero este livro leitura obrigatória para pesquisadores, cidadãos interessados e políticos preocupados com os seus eleitores”.

*Antonio Estache,
Professor de Economia da Universidade Livre de Bruxelas*

O Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID) é uma instituição internacional criada em 1959 para promover o desenvolvimento econômico e social na América Latina e no Caribe.

Exceto quando se indicar o contrário, esta obra está licenciada sob uma licença Creative Commons IGO 3.0 Atribuição-NãoComercial-SemDerivações (CC BY-NC-ND 3.0 IGO). Para ver uma cópia desta licença, acesse (<http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/igo/legalcode>).



Ilustração da imagem da capa
© Dave Cutler/Illustration Source.
Imagens usadas sob uma licença
CC-BY-NC-ND 3.0
IGO: <http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/3.0/igo/>.

Desenho da capa: Dolores Subiza

