

Poupança e investimento na transição demográfica: uma crítica à causalidade neoclássica a partir de Keynes, Kalecki e Kaldor

Miguel Bruno¹, Denise Gentil² e Ricardo Caffé (*in memoriam*)³

Resumo

O diagnóstico de insuficiência de poupança na economia brasileira é antigo e recorrente nas análises convencionais que se baseiam em fundamentos teóricos ortodoxos. Nessa perspectiva, a grande maioria dos estudos sobre os efeitos sociais e econômicos da transição demográfica se apoiam na teoria do ciclo de vida de Ando & Modigliani (1964), muitas vezes, sem explicitá-la, para inferirem que o aproveitamento da janela de oportunidade trazida pelas mudanças na estrutura etária da população, pressupõe a elevação da taxa de poupança das famílias. Esse artigo busca mostrar que o argumento da necessidade de poupança familiar prévia, para a realização do bônus demográfico, decorre de posições teóricas equivocadas, cujas origens remontam ao século 18, com a obra de Adam Smith, apesar das críticas incisivas de Friedrich List, na primeira metade do século 19 e, posteriormente, de Keynes, Kalecki e Kaldor, no século 20. O estudo mostra que em sociedades cuja economia está subordinada aos interesses da revalorização rentista e financeira dos recursos poupados, isto é, financeirizada, a elevação das taxas de poupança, sejam das famílias ou das empresas, tem efeitos contracionistas sobre a geração de emprego e da renda familiar per capita, convertendo o bônus em ônus demográfico. Dentre os resultados da análise teórica e empírica, destacam-se que os maiores beneficiários do discurso pró-poupança familiar são os grandes bancos, fundos de previdência privada e as elites rentistas, ao mesmo tempo em que mantêm o custo do crédito, tanto para o investimento produtivo nos demais setores da economia quanto para o consumo popular, em níveis extremamente elevados para as necessidades do desenvolvimento brasileiro.

Palavras-chave: poupança, investimento, acumulação, financeirização, transição demográfica

JEL classification: B History of Economic Thought, Methodology, and Heterodox Approaches, B4 Economic Methodology, E Macroeconomics and Monetary Economics

1. Introdução

“O aumento ou a redução do capital depende do montante do investimento e não do montante da poupança. (...) A realização do ato de poupar não constitui em si qualquer garantia de que o estoque de bens de capital aumentará na mesma proporção. (...) Há sempre uma alternativa à propriedade de capital real, notadamente, a propriedade de moeda e dívidas.”

(J. M. Keynes, *A Distinção entre Poupança e Investimento*, 1930)

O tema da poupança sempre foi controverso em Ciências Econômicas e objeto de inúmeros debates entre as abordagens derivadas da teoria econômica convencional e aquelas propostas pela Macroeconomia keynesiana. Embora as evidências empíricas recentes sejam favoráveis às teorias heterodoxas, a questão do papel da poupança na problemática do desenvolvimento econômico e no processo de transição demográfica permanece sem unanimidade no campo das análises.

¹ Escola Nacional de Ciências Estatísticas-ENCE/IBGE, FCE-UERJ e FCE-Mackenzie Rio.

² Instituto de Economia da UFRJ.

³ Universidade Federal da Bahia.

Formação e alocação de recursos não consumidos são processos interdependentes que, em função do tipo de ativo a que se destinam, determinam as trajetórias de crescimento econômico e a geração da renda familiar. É necessário, portanto, explicitar as condições estruturais que impactam a geração de poupança agregada e suas formas possíveis de alocação pelas famílias e setores de atividade econômica. Quais são os canais institucionais e os ativos financeiros através dos quais esses dois processos se interconectam? Como expandir a oferta de fundos para investimento produtivo, num ambiente muito mais atrativo para a revalorização rentista e financeira de curto prazo dos capitais? Uma vez que as formas possíveis de alocação são determinantes dos níveis de investimento e de poupança, a visão convencional precisa ser reconsiderada a partir de sua confrontação com as evidências empíricas disponíveis.

As empresas podem decidir o quanto investirão a partir de seus lucros retidos ou, se estes forem insuficientes, a partir do financiamento bancário. No entanto, a financeirização usurária brasileira reduz as duas possibilidades devido ao grande estímulo que promove às alocações financeiras. E por isso as formas de alocação dos lucros empresariais retidos ("poupança" das empresas) não podem ser neutras em relação as decisões entre ativos fixos e ativos financeiros. Quanto mais recursos forem destinados aos ativos financeiros, menos investimento, crescimento e renda e então menores as taxas de poupança agregada da economia. Num ambiente macroeconômico marcado por taxas reais de juros exorbitantes, como elevar a taxa de poupança hoje no Brasil?

O debate gira em torno da capacidade da poupança vir a ser, de fato, uma variável cuja magnitude possa afetar o nível e a trajetória de crescimento econômico de forma a solucionar os problemas da transição demográfica. Desde a década de 1960, pode-se observar que as taxas de poupança mundiais têm seguido uma tendência de grande disparidade entre as regiões em desenvolvimento: as taxas de poupança dobraram no Leste Asiático, estagnaram na América Latina e no Caribe e entraram em colapso na África Subsaariana (Stiglitz, 1999)

Essas disparidades regionais de poupança geram observações polêmicas: regiões com poupança elevada podem ou não desfrutar de um crescimento de renda mais rápido. A China se destaca por sua elevada taxa de poupança e de crescimento. Porém, alta poupança por si só pode não garantir a obtenção de crescimento rápido e sustentado. Este é o caso do Japão, país que possui poupança elevada e baixas taxas de crescimento. Por outro lado, países com poupança relativamente baixa podem apresentar taxas de crescimento razoavelmente dinâmicas, como os Estados Unidos ou podem ter baixo crescimento, como os países da América Latina. Dissecar os mecanismos causais entre poupança e crescimento é de extrema importância para teóricos e formuladores de políticas comprometidos em alcançar expansão econômica com superação das desigualdades. A literatura heterodoxa vem constatando que há um ciclo virtuoso em que alto crescimento promove alta poupança, e alta poupança, por sua vez, pode promover rápido crescimento se o regime de política

econômica for adequadamente ajustado para esse fim. Entretanto, as evidências disponíveis sugerem também que altos níveis de poupança nacional não oferecem certeza total, em função das interações entre regime macroeconômico e acumulação financeira.

Este trabalho trata da problemática da formação e da alocação de poupança no plano teórico, confrontando as abordagens neoclássica, keynesiana, kaleckiana e pós-keynesiana. A ideia de que aumentos de poupança são fundamentais para a elevação dos níveis de vida e de desenvolvimento socioeconômico é antiga e pré-keynesiana. Ela decorre dos argumentos ideológicos de que o surgimento do capitalismo como sistema “superior” aos que o antecederam na história só foi possível graças às poupanças de indivíduos prudentes e perspicazes, sempre de olhos no futuro, que souberam alocar eficientemente seus recursos entre os melhores usos alternativos. Essa é a posição herdada de Adam Smith. Os comportamentos poupadores estariam na origem da elevação dos níveis de renda e riqueza da sociedade. Recordando a famosa fábula de La Fontaine, se as formigas poupam prudentemente para o inverno, enquanto a imprudente e consumista cigarra canta, as concepções pré-keynesianas não se apercebem de que o trabalho produtivo das formigas-operárias não cria apenas o objeto a ser poupado, ele demonstra a precedência lógico-temporal do ato de produzir e gerar renda sobre o ato de poupar.

As análises neoclássicas mantêm os obstáculos epistemológicos gerados pelo positivismo em suas proposições e hipóteses teóricas⁴. Se obrigam assim a ignorar o problema da demanda efetiva e a praticar generalizações indevidas, tais como às do paradoxo da parcimônia, destacado por Keynes como um de seus equívocos essenciais. Se os planos individuais de poupança são benéficos às famílias, quando generalizados para o nível da economia nacional, também o seriam para o conjunto da população do país. E a Macroeconomia, como argumenta Aglietta (2001), seria uma “*micro dilatada ao plano macro*”. As análises neoclássicas e suas variantes contemporâneas praticam assim um retorno apressado, teórica e empiricamente infundado, à abordagem smithiana da poupança e de suas relações com a taxa de juros e o investimento.

Além dessa introdução, a seção 2 discorre sobre a definição de poupança e seu estatuto teórico. A seção 3 discute a hipótese da necessidade de poupança prévia, uma herança smithiana reproduzida pela teoria neoclássica e suas vertentes contemporâneas. Explicita a crítica de Friedrich List à esta posição teórica equivocada. Em seguida, aborda a teoria do ciclo de vida de Ando e Modigliani e o princípio keynesiano da demanda efetiva em Keynes e Kalecki, assim como a interpretação pós-

⁴ O conceito de *obstáculo epistemológico*, como definido por Bachelard (1996), corresponde à toda forma de pensar, conceituar ou analisar que se incrusta no processo de conhecimento de modo permanente, pois nunca é questionado em busca de suas possíveis limitações ou insuficiências. Consequentemente, o progresso científico estanca ou regride e se presta mais a divulgações ideológicas e dogmáticas de modelos e teorias convenientes a pontos de vista de setores da economia ou de classes sociais dominantes, sem que, necessariamente, representem conteúdos de verdade científica autêntica. A concepção da necessidade de poupança prévia para o investimento e o desenvolvimento se inscreve na teoria econômica dominante como um exemplo emblemático de obstáculo epistemológico.

keynesiana dessa problemática. A seção 4 apresenta um conjunto de fatos estilizados sobre a formação e alocação da poupança para o caso brasileiro. A seção 5 trata das relações entre investimento e poupança face às mudanças na estrutura etária da população, mas utilizando o conceito de razão de dependência demográfica efetiva. O artigo é concluído com a seção 6.

2. Poupança: definição e estatuto teórico

Como fluxo correspondente à diferença entre a renda disponível das famílias, empresas e governos e seu consumo final em bens e serviços, a definição de poupança pode ser considerada consensual. As controvérsias derivam das hipóteses teóricas acerca da causalidade entre poupança e investimento produtivo, em seus impactos sobre a ocupação e a renda familiar per capita.

De acordo com Aglietta (2001), o problema fundamental da poupança resulta da necessidade de se *compatibilizar a demanda de liquidez e rentabilidade dos poupadores com as imobilizações de recursos necessárias aos projetos de investimento produtivo, pois estas implicam perda de liquidez e aumento do grau de risco e incerteza inerentes aos ativos fixos*. O circuito bancário e financeiro da poupança deveria viabilizar a transformação de ativos financeiros líquidos em ativos fixos produtivos como condição necessária da elevação da renda das famílias e dos lucros empresariais e, em consequência, das taxas de poupança agregada. Todavia, não há nenhum mecanismo puramente mercantil e monetário-financeiro que possa, espontaneamente, viabilizar essa intermediação, compatibilizando os planos individuais de poupança com os projetos e decisões empresariais de investimento em ativos fixos produtivos. São necessárias condições estruturais e arranjos institucionais específicos que não surgem do cálculo microeconômico individual, pois não podem ser diretamente derivadas dos comportamentos otimizadores de agentes isolados, como suposto pelas concepções pré-keynesianas.

3. A necessidade de poupança prévia: um equívoco smithiano herdado pela teoria econômica convencional

As abordagens clássica e neoclássica se equivocam ao fazerem coincidir o conceito de acumulação de capital (o crescimento de um estoque específico que é tanto causa como resultado do crescimento econômico) com o fluxo de poupança, variável inteiramente dependente da geração de renda e não sua causa. Para essa visão convencional, o ato de poupar implica automática e necessariamente, a elevação da taxa de acumulação de capital, sem considerar que, a depender dos tipos de ativos em que os fluxos de poupança são alocados, não contribuirá para o aumento do investimento produtivo. Pelo contrário, tenderá a reduzi-lo, mantendo a economia em trajetórias de baixo e instável crescimento econômico.

3.1 Os equívocos de Adam Smith apontados por Friedrich List

Para Smith (1988, p. 257), os capitais cresceriam e se acumulariam graças à poupança e diminuiriam pelo desperdício. Em consequência, o aumento da riqueza só seria possível graças à propensão a poupar de indivíduos cautelosos quanto ao futuro e que adiam suas decisões de consumo presente em prol da riqueza e do consumo maiores no futuro. Contudo, Smith se abstrai das próprias ponderações que fez em *A Riqueza das Nações* acerca da importância do trabalho produtivo para a acumulação de capital. Sem dúvida, tudo aquilo que uma pessoa economiza de sua renda ela o acrescenta ao seu capital, melhor seria dizer, ao seu patrimônio. Porém, este não tem razão nenhuma para ser constituído de ativos fixos produtivos geradores de renda e de emprego, condição incontornável para a elevação da riqueza da sociedade. Além disso, essa acumulação prévia de poupanças ocorre, na maioria das vezes, em ativos financeiros e monetários, pouco ou nada conectados às atividades diretamente produtivas.

Além de desconsiderar que o aumento da poupança depende dos tipos de ativos em que é alocada, essa concepção implica a homologia completa entre os atos de poupar e investir que está em desacordo com o funcionamento das economias capitalistas reais. Como se poupar e investir fossem atos realizados sincronicamente e pelos mesmos agentes econômicos. Ela tornou-se um lugar comum às teorias pré-keynesianas da poupança porque postulam ora a ausência de um sistema bancário-financeiro ora sua simplificação abusiva nos modelos macroeconômicos que propõem. Num tal sistema, a moeda, reduzida a mera intermediária de transações, está sempre, e automaticamente, conectando e reconectando decisões de poupar com decisões de investir no setor produtivo.

Apreendendo os comportamentos das variáveis macroeconômicas como uma projeção direta das decisões e comportamentos individuais, as teorias clássica e neoclássica deixam de fora de seus quadros de análise os conflitos de interesses entre agentes e setores de atividade. Como se empresas financeiras e não-financeiras tivessem a mesma racionalidade econômica e estratégias empresariais, apesar de operarem em setores de atividade completamente díspares em seus ativos, passivos e objetivos. Não percebem assim que variações da taxa de poupança familiar podem ter efeitos contrários aos esperados, em função das características da atividade empresarial e do sistema bancário-financeiro vigente. Aumentos da taxa de poupança das famílias, por exemplo, seriam convenientes tanto a bancos quanto a indústrias e ao comércio em geral, pois promoveriam o investimento em todas essas empresas, a despeito da queda nas vendas e no faturamento empresarial resultantes.

Este é um dos resultados possíveis num mundo econômico abstrato funcionando sob a lei dos mercados de Say, segundo a qual a oferta cria sua própria procura. Se isso de fato ocorresse, não haveria espaço para a acumulação monetário-financeira que não implicasse investimento produtivo. Não haveria possibilidade de crises de liquidez ou de superprodução, pois os “vazamentos” de recursos monetários representados pelas poupanças necessariamente retornariam à circulação mercantil sob a forma de “injeções” monetárias correspondentes ao financiamento do investimento.

Do ponto de vista analítico, o individualismo metodológico dessa tradição teórica e seu tratamento inadequado da moeda e das finanças não permitem reconhecer que *as formas de alocação da poupança não são neutras em relação ao seu processo de formação*. Embora a acumulação de poupanças no plano dos agentes econômicos individuais contribua para aumentar seus estoques de riqueza financeira, esse resultado será sempre dependente das condições macroeconômicas e institucionais vigentes.

Em o *Sistema Nacional de Economia Política*, Georg Friedrich List apontou os equívocos da Escola Clássica (de Adam Smith a Jean Baptiste Say) e sua abordagem smithiana da necessidade de poupança prévia, tida como condição necessária para o enriquecimento das nações. Segundo Smith (1988, apud List, 1989, p. 154), o capital da comunidade só pode aumentar em proporção com as poupanças que a comunidade gradualmente acumula de sua renda.

Contra essa visão incorreta da acumulação de dinheiro, símbolos de riqueza, mas não de riqueza concreta em si, isto é, a oferta de bens e serviços úteis à sociedade, argumenta List:

“Adam Smith reduz o processo de formação de capital na nação à operação de um rentista particular, cuja renda é determinada pelo valor de seu capital material, e que só pode aumentar sua renda mediante poupanças por ele transformadas em capital. (...). Smith não considera que essa teoria da poupança, totalmente correta para o comerciante individual, se for seguida por uma nação, leva necessariamente à pobreza, à barbárie, à falta de poderio e à decadência do progresso nacional. *Onde cada um poupa e economiza quanto pode, não existirá produção*. LIST (1989, p. 155)”

Estava claro que para List, e posteriormente também para Keynes, Kalecki e Kaldor, *poupar é subtrair demanda*, reduzir vendas e o faturamento empresarial, desestimulando o investimento produtivo que é o motor da geração de emprego e de renda. E isso porque o consumo é a base do lucro empresarial no setor produtivo capitalista, enquanto a poupança, sob forma monetária ou de ativos financeiros é a base para a revalorização e acumulação rentista dos capitais no setor bancário-financeiro.

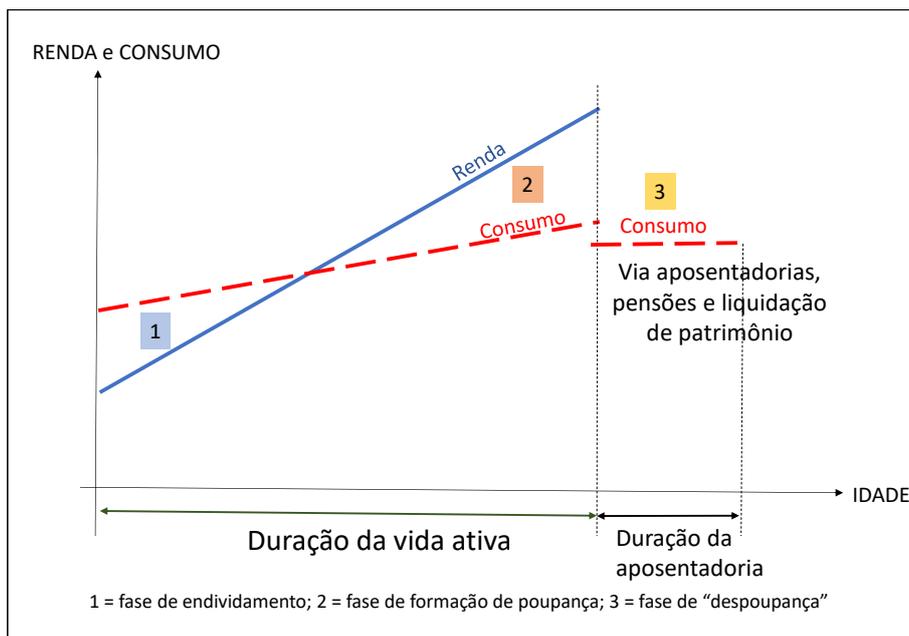
3.2 A teoria do ciclo de vida (TCV) e seus equívocos pré-keynesianos

Nas abordagens da poupança derivadas das teorias clássica e marginalista, a poupança aparece como resultado de uma decisão individual, uma consequência da escolha racional entre consumo

presente e consumo futuro, que depende dos gostos do indivíduo e das taxas de juros, concebidas como um “prêmio pela abstinência”. Como observa Guerrien (2002), essas teorias privilegiam o caso em que o futuro é conhecido com certeza ou com os riscos bem delimitados (passíveis de serem probabilizados) e é isto que lhes permitem supor que os agentes procedem a uma escolha intertemporal precisa. E é este o quadro teórico de referência para o modelo do ciclo de vida de Ando & Modigliani (1964).

Keynes, porém, reconhece que o mundo econômico em que realmente se vive é caracterizado pela *incerteza* quanto ao futuro (mais do que o risco probabilizável) e seria vão querer fazer planos bem elaborados de consumo intertemporal onde tudo seria eficientemente decidido *ex ante*, como em estudos que alertam sobre a insuficiência de poupança dos brasileiros para a fase de aposentadoria⁵. Em consequência, a poupança surge em Keynes como variável residual, correspondente ao montante disponível após realizadas as necessidades inadiáveis de consumo. Para Guérrien, esta forma de conceber as “decisões” de poupar permite a Keynes distingui-las das decisões de investir, distinção que joga um papel essencial em seu quadro de análise macroeconômico.

Figura 1 – Formação de poupança segundo a teoria do ciclo de vida de Ando & Modigliani, 1964.



Fonte: Échaudemaison (2000, p. 127).

Ao relacionar a formação de poupança com as mudanças na estrutura etária da população, a TCV obteve grande aceitação em estudos demográficos e econômicos que optam pelo enfoque pré-keynesiano da poupança. Além disso, a abordagem da poupança como variável causal do investimento produtivo e do crescimento econômico tem sido a mais conveniente aos interesses do

⁵ Ver, por exemplo, Brito & Minari (2015) que se apoiam na abordagem pré-keynesiana da poupança prévia não apenas para a aposentadoria, mas também para o desenvolvimento econômico nacional.

setor bancário-financeiro, cujos lucros operacionais dependem da captação das poupanças do setor privado não-financeiro e do setor público.

A TCV parte do estudo da função-consumo para explicar o fato de que a propensão média a consumir diminui quando a renda aumenta (com dados transversais), mas permanece constante quando a renda varia no tempo. Está fundada na ideia de que as famílias decidem seu consumo corrente em uma perspectiva de escolha intertemporal e na ausência de incerteza. Na primeira fase, os indivíduos que entram na população em idade ativa teriam uma propensão a poupar fraca (ou até negativa), porque eles tendem a se endividar, por exemplo, para comprar a casa própria ou constituir uma família. Na segunda fase, quitam seus empréstimos e se planejam poupar para a aposentadoria, o consumo tende a baixar relativamente à renda. Na terceira fase, os indivíduos se aposentam e entram na população inativa quando o consumo aumenta e as famílias “despoupam”. Porém, segundo Piketty (2014, p. 375),

“...numa sociedade em que o patrimônio tivesse por função principal financiar os anos de aposentadoria e as pessoas escolhessem consumir ao longo da aposentadoria o capital acumulado em sua vida ativa, (...) *cada um se organizaria para morrer sem capital ou ao menos com um capital bem reduzido. (...) e o fluxo de heranças seria rigorosamente nulo ou no mínimo muito baixo.*”

Mas as famílias deixam heranças, inclusive as poupanças financeiras que acumularam durante sua vida ativa. Além disso, a alocação das poupanças das famílias em ativos financeiros completamente desconectados das atividades diretamente produtivas, não permite o aproveitamento da janela de oportunidade demográfica. A menos que a formação bruta de capital fixo pudesse crescer juntamente com a acumulação desses fluxos de poupança. Mas ainda assim, dependeria da decisão dos bancos de emprestar para os investidores considerando a elevação do grau de risco devido à menor liquidez dos empreendimentos produtivos, pois estes exigem imobilizações em capital fixo. Por outro lado, o processo de financeirização em curso na economia brasileira implica desestímulo às alocações em ativos fixos e bloqueia essa alternativa. Reduz as taxas de crescimento econômico, a geração de emprego e, conseqüentemente, a renda familiar per capita, diminuindo a ocupação da crescente força de trabalho em idade ativa disponibilizada pela janela de oportunidade demográfica.

Em *A Further Elucidation of the Distinction between Savings and Investment*⁶ (1978, p.128), Keynes argumenta que a poupança é um ato negativo do consumidor individual, abstendo-se de gastar em consumo a totalidade de sua renda. Por outro lado, o investimento é um ato positivo do empresário, que tem a função de tomar as decisões que determinam a quantidade da produção não-disponível para o consumo, iniciando ou mantendo assim algum processo de produção ou retendo bens alienáveis.

⁶ *Treatise on Money – CWJMK*, Londres, Macmillan, 1971.

Dois resultados importantes podem ser inferidos dessa afirmativa: a) são as decisões de investir que determinarão o fluxo de poupança. Poupar surge como um ato “negativo” e investir como um ato “positivo”; b) o reconhecimento de que economias capitalistas são economias que produzem para o consumo, como base para a obtenção de lucro. Desestímulos ao consumo para aumentar a poupança implicam quedas nas vendas e, portanto, perdas para os empresários.

Num sistema que mobiliza incessantemente diversas estratégias de marketing e de obsolescência tecnológica planejada para manter elevado o nível de consumo, programas de incentivo à poupança entram em contradição direta com os objetivos empresariais do setor produtivo capitalista. Entretanto, estão em conformidade com os interesses do setor bancário-financeiro e das classes rentistas cujos lucros dependem da captação de poupanças das famílias e da sociedade em geral.

É o consumo – e não a poupança – que garante as condições de reprodução das economias que se estruturam sob o modo de produção capitalista. A poupança macroeconômica surge como fluxo residual, decorrência de “sobras de caixa”, que se destinará à revalorização rentista ou financeira, após realizadas as decisões inadiáveis de consumo e de investimento planejado. Só pode surgir como um resultado da produção, da geração e da apropriação da renda e não como sua causa primeira.

No capítulo 6 da Teoria Geral, Keynes (1983) retoma as definições de poupança e de investimento e vai argumentar que a causalidade vai do investimento para a poupança e não o contrário. Ele argumenta que a poupança não passa de um simples resíduo, pois as decisões de consumir e de investir determinam, conjuntamente, os rendimentos.⁷ Nesse contexto, o Princípio da Demanda Efetiva assume o seu estatuto teórico. São os gastos que determinam a renda, pois toda despesa gera necessariamente uma receita de igual montante e a causalidade vai da primeira para a segunda, uma vez que não é possível se determinar, *ex ante*, o quanto se vai ganhar, somente o quanto se quer gastar. Nas palavras de Keynes (1983, p. 56): nenhum ato de investimento pode deixar de determinar que o resíduo ou margem a que chamamos poupança, aumente numa quantidade equivalente.

Keynes (1983) mostrará que decisões de consumir e de investir possuem primazia em relação às decisões de poupar. *Não se pode poupar o que antes não se ganhou; e como o consumo corrente é a base da satisfação das necessidades humanas inadiáveis e o investimento é a condição da continuidade da produção que permite supri-las, é o aumento do investimento que elevará a taxa de poupança e não o contrário.* O fundamental, nesse contexto, é o reconhecimento de que o sacrifício intencional do consumo presente não garante a elevação futura da poupança e da riqueza, uma vez

⁷ Tal como em Kalecki (1977), em que os lucros são determinados pelos gastos em consumo e investimento por parte dos empresários capitalistas.

que seu efeito é reduzir o produto e a renda agregada, desestimulando o investimento produtivo. Portanto, o ato de poupar, se generalizado, levará a economia a uma recessão.

Ao reduzir a demanda efetiva, que expressa os gastos concretos de consumo pelas famílias e governos, o esforço de poupança implicará perdas óbvias para os produtores-empresários que adiarão seus projetos de investimento, em razão da queda nas vendas e no faturamento. E continua Keynes (1983, p. 57),

“(...). os montantes de renda agregada e da poupança agregada são resultados da livre escolha dos indivíduos sobre se consumirão ou deixarão de consumir, sobre se farão ou não investimentos.”

Em função do tipo de ativo em que os recursos disponíveis não-consumidos são alocados, a acumulação de poupanças por parte das famílias pode ocorrer às expensas das rendas de outros setores. O resultado no plano agregado será a constância da taxa macroeconômica de poupança ou a sua queda. Por esta razão, o mero adiamento das decisões de consumo não implica, necessariamente, a elevação da taxa de investimento, podendo mesmo provocar sua queda. Keynes continua seu raciocínio com exemplos hipotéticos que incluem a questão da inflação:

“é evidente que a poupança pode ocorrer sem qualquer investimento correspondente, se considerarmos o que ocorre quando um indivíduo se abstém de gastar toda a sua renda nominal em consumo. Não importa o que ele faz com o excedente - se o deposita em seu banco, paga um empréstimo, compra uma casa ou uma ação – desde que seu ato não seja acompanhado de um ato adicional de investimento por um empresário. Existirá agora no mercado um comprador a menos para os bens de consumo, o que faz cair os preços destes. Essa queda de preços aumenta o poder aquisitivo das rendas nominais do restante da comunidade; e esse restante consegue aumentar seu consumo na quantidade de que o poupador se absteve, gastando a mesma quantidade de dinheiro do que antes. Se, todavia, os demais consumidores também resolvem reduzir na mesma proporção as suas despesas monetárias no consumo e, conseqüentemente, aumentar sua poupança, isto terá apenas o efeito de aumentar ainda mais o poder aquisitivo do restante da renda que eles gastam.” (KEYNES, 1978, p. 128 e 129).

A seguir, Keynes (1978) mostrará o que ficou conhecido na literatura macroeconômica como o paradoxo da parcimônia (*the paradox of thrift*), fenômeno que não possui nenhum estatuto teórico na abordagem convencional, neoclássica ou pré-keynesiana da poupança (Boyer, 2012). Ao mesmo tempo, argumenta Keynes, “os poupadores se tornam, *individualmente*, mais ricos pelo montante de suas poupanças, mas os produtores de bens de consumo, que venderam sua produção corrente a um preço mais baixo do que teriam obtido se a poupança não tivesse ocorrido, tornaram-se mais pobres na mesma proporção”. Destaca-se que, de um ponto de vista microeconômico ou individual, se os poupadores podem, eventualmente, ganhar - e isso dependerá de condições macroeconômicas e conjunturais propícias- a sociedade como um todo poderá perder. Houve transferência de renda e

riqueza de uma parte da população para outra, sem que a poupança agregada ou macroeconômica e o estoque de riqueza da sociedade tenham, por isso, aumentado.

Nas palavras de Keynes, (1978, p. 129):

“em tais circunstâncias, a poupança, em vez de resultar num aumento da riqueza total, implicou apenas uma dupla transferência – uma transferência do consumo dos poupadores para o conjunto geral dos consumidores; e uma transferência de riqueza para os poupadores do conjunto geral dos produtores, conservando-se inalterados tanto o consumo total como a riqueza total. Na linguagem do Sr. Robertson, a poupança foi “abortiva”. *Não houve aumento de qualquer espécie ou feitio na riqueza que fosse correspondente ao aumento da poupança – a poupança em nada resultou, a não ser numa mudança e troca de posições entre os que consomem e entre os que possuem direitos à riqueza. A poupança foi contrabalançada pelas perdas dos empresários que produzem bens de consumo.*”

Em seguida, Keynes ressalta que “decisões de investir” e “decisões de poupar” são tomadas por agentes econômicos diferentes e em datas não-coincidentes. Por isso, *o incremento líquido à riqueza real da sociedade (a acumulação de capital fixo mais o fluxo total em bens e serviços) diferirá do total da poupança em dinheiro dos indivíduos.*

O caso brasileiro constitui um exemplo notável dessa argumentação, uma vez que os recursos disponíveis não-consumidos podem ser aplicados numa ampla gama de ativos financeiros de curto e médio prazos, com alta liquidez, rentabilidade e baixo risco, comparativamente às imobilizações de capital nas atividades diretamente produtivas. O resultado macroeconomicamente relevante é que as elevações individuais de poupança são esterilizadas no circuito bancário-financeiro com impactos negativos sobre a taxa de acumulação de capital fixo produtivo e, conseqüentemente, sobre o ritmo de crescimento econômico, a ocupação e a renda das famílias.

Keynes propõe um exemplo hipotético de uma sociedade em que as autoridades governamentais introduzem uma campanha para incentivar a população a poupar. Porém, as expectativas de lucro dos empresários tornam-se pessimistas, ao tomarem conhecimento de que a população iria, a partir de agora, consumir menos de seus produtos, e isso desestimulará um incremento proporcional no desenvolvimento de nova capacidade produtiva. Em consequência, a mesma quantidade de produção continuará a ser comercializada, mas não encontrará o mesmo montante de renda dedicado à sua compra, por causa da campanha governamental pró-poupança. Disto resultará um excesso de produção que levará a uma queda dos preços dos produtos. Keynes (1978, p.131 e 132, grifos nossos) então argumenta, que:

“a campanha de economia não só aumentou a poupança, mas reduziu o custo de vida. A população agora poupa dinheiro, sem se privar de nada. Estará consumindo exatamente o mesmo que antes, e a virtude será suntuosamente recompensada. Mas, ainda não se chegou ao fim. Como os salários ainda não

mudaram, foi o preço de venda dos produtos que caiu e não o seu custo de produção; dessa forma, os empresários sofrerão um prejuízo anormal. Assim, *o aumento da poupança em nada aumentou o acúmulo de riqueza da comunidade; apenas causou uma transferência de riqueza dos bolsos dos empresários para os do público em geral.* A poupança dos consumidores será exigida, diretamente ou através do sistema bancário, para compensar as perdas dos empresários.”

Ressalte-se que este último aspecto se relaciona à problemática que se instaura pela vigência de um processo particular de financeirização da economia brasileira atual, fortemente baseada na apropriação da alta renda de juros reais por parte das famílias mais ricas e proprietárias de bancos, de grandes empresas e fundos de investimento.⁸ Keynes conclui que:

“a continuidade dessa situação induzirá os empresários a procurarem proteção, despedindo seus empregados ou reduzindo-lhes os salários. Mas até isso não melhorará sua posição, já que reduzirá o poder aquisitivo da população, exatamente na mesma proporção da redução dos custos totais de produção. *Por mais que os empresários reduzam os salários e por maior que seja o número de empregados despedidos, eles continuarão a ter prejuízos enquanto a comunidade continuar a poupar a mais do novo investimento.* Assim, não se alcançará uma posição de equilíbrio até que: a) toda a produção cesse e toda a população morra de fome; ou b) a campanha de estímulo a poupar seja suspensa ou se esgote devido à crescente pobreza da população; ou c) o investimento seja estimulado por algum meio ou outro, de modo que seu custo já não esteja defasado em relação à taxa de poupança.” (Keynes, 1978, p. 132, grifos nossos)

3.3 O princípio da demanda efetiva em Keynes e Kalecki

Conforme destaca Possas (1999), o princípio da demanda efetiva (PDE), provém do reconhecimento, tanto lógico quanto empírico, de que *são os gastos em investimento produtivo e consumo que determinam a renda.* Trata-se da determinação unilateral das receitas (rendas) pelos gastos dos indivíduos, famílias, empresas e governos. E foi Kalecki (1977) quem desenvolveu uma demonstração contundente do PDE, ao demonstrar matematicamente que, em uma economia mercantil e monetária, não decidimos o quanto ganhamos em salários e lucros, apenas o quanto iremos gastar em consumo e investimento. Isso porque todo gasto determina uma receita de igual magnitude. Segundo o PDE, não se pode decidir o que se ganha, mas sim o que se gasta. E como a poupança é a diferença entre o que se ganha e o que se gasta em consumo, logicamente, não se pode decidir o quanto se vai poupar, antes de se gastar.

⁸ Esse fato estilizado pode ser constatado quando observamos o caso brasileiro. Vide Gráfico 3, na seção 4. Enquanto o estoque total de ativos financeiros não-monetários teve um crescimento real acumulado de 2.663% entre 1980 e 2023, no mesmo período, o crescimento do estoque líquido de capital fixo teve um crescimento real acumulado de apenas 161%. A poupança alocada em ativos financeiros não foi capaz de elevar a taxa de investimento necessária para aumentar a taxa de acumulação de capital fixo. Pelo contrário, tem mantido a taxa de investimento muito baixa para as necessidades do desenvolvimento econômico brasileiro.

Diferentemente de Keynes, Kalecki abordará a questão da poupança em suas inter-relações setoriais e não apenas de forma agregada. Considerando-se o produto pela ótica dos gastos $Y = C + I + G + (X - M)$, onde C , I , G , $X-M$ são, respectivamente, o consumo agregado, o investimento, os gastos do governo incluindo os pagamentos de juros ao mercado financeiro e o saldo do balanço de pagamentos em transações correntes. E pela ótica das remunerações, $Y = \Pi + W + T$, em que Π , W e T são, respectivamente, os lucros, salários e a renda líquida do governo e igualando-se as duas identidades contábeis, tem-se que $\Pi = C - W + I + (G - T) + (X - M)$, mas, como $C = C_k + C_w$, isto é, o consumo privado é a soma do consumo das famílias capitalistas (C_k) mais o consumo das famílias assalariadas C_w : $\Pi = C_k + (C_w - W) + I + (G - T) + (X - M)$. Porém, $\Pi^R + \Pi^D = C_k + (C_w - W) + I + (G - T) + (X - M)$, em que Π^R é o lucro retido pelas empresas (a poupança empresarial) e Π^D é o lucro distribuído aos proprietários e acionistas. Isolando Π^R no lado esquerdo da equação tem-se que:

$$\Pi^R = (C_k - \Pi^D) - (C_w - W) + I - (G - T) - (X - M) \text{ e então:}$$

$\Pi^R = I - S_k - S_w - S_g - S_e$ (1). Em que S_k , S_w , S_g e S_e , são, respectivamente, a poupança das famílias capitalistas, proprietárias e acionistas das empresas; a poupança das famílias assalariadas; a poupança do governo e a poupança externa (que equivale ao saldo do balanço de pagamentos em transações correntes com o sinal contrário). A equação (1) mostra que, para um determinado fluxo de investimento produtivo I , os aumentos da poupança familiar ($S_k + S_w$) e/ou da poupança do governo S_g e/ou da poupança externa S_e surgem como obstáculos ao aumento do lucro retido pelas empresas ou poupança empresarial. Ela também mostra que uma abordagem pertinente da poupança não pode tratá-la apenas de forma agregada, desconsiderando os conflitos de interesse entre setores de atividade e agentes econômicos, tal como fazem as análises que se baseiam em fundamentos teóricos pré-keynesianos.

O processo de financeirização que caracteriza as economias atuais resulta da existência de um ambiente macroeconômico e institucional em que a possibilidade de revalorização rentista dos capitais na circulação financeira foi potencializada em escala global graças à liberalização dos mercados e às novas tecnologias da comunicação e da informação. Os detentores de capital e poupadores podem acumular, revalorizar e expandir seus lucros sem os riscos e incertezas inerentes às imobilizações de recursos nas atividades produtivas. Portanto, *a financeirização da economia implica maior atração e retenção de recursos no setor bancário-financeiro, mas às expensas da oferta de crédito ao setor produtivo e, então, às custas de uma menor taxa de investimento, uma vez que esse processo eleva a um paroxismo a preferência pela liquidez dos poupadores.*

Considerando a hipótese kaleckiana em que as famílias assalariadas gastam, em média, tudo o que ganham em bens de consumo, $S_w = 0$, hipótese realista para o caso brasileiro devido aos baixos salários e à elevada concentração da renda, chega-se à sua formulação mais conhecida:

$\Pi = \Pi^R + \Pi^D = I + C_k - S_g - S_e$ (2) ou $\Pi = I + C_k + DP + TC$ (3), em que C_k , DP e TC são, respectivamente, o consumo dos capitalistas, o déficit público ($G - T$) e o déficit do balanço de pagamentos em transações correntes ($X - M$), correspondente à poupança externa. Esta equação não seria mais do que uma tautologia se a causalidade entre poupança e investimento não fosse problematizada. Poder-se-ia simplesmente considerar a obviedade de que, mediante uma interpretação superficial, o lucro empresarial total simplesmente se reparte em investimento, consumo das famílias capitalistas ou são absorvidos pelos déficits do setor externo. Entretanto, Kalecki argumenta que “*os empresários podem decidir o quanto investirão e consumirão no ano seguinte, mas não podem decidir o quanto serão seus lucros*”. Então, a causalidade vai, necessariamente, do investimento para a poupança empresarial e não o contrário. Por esta razão, e contrariamente à visão ortodoxa, a variável-chave para a dinâmica das economias capitalistas é o investimento e não a poupança.

Se for considerada a formulação de Kaldor onde $0 < S_w < S_{\Pi}$, em que S_{Π} é a poupança total proveniente dos lucros empresariais, esta última equivalente a soma da poupança empresarial (S_{empre}) com a poupança das famílias capitalistas (S_k), chega-se à $S = s_{\Pi} \cdot \Pi + s_w \cdot W$. O Quadro 1 apresenta as elasticidades de longo prazo estimadas dessa função poupança kaldoriana para o caso brasileiro. A poupança salarial não se apresentou significativamente diferente de zero. Isso implica que a poupança agregada é determinada pelos lucros empresariais e que são os gastos em consumo, pelas famílias e em investimento produtivo, pelas empresas, que geram a renda, criando assim a possibilidade de formação de poupança.⁹ Esses resultados mostram que a formação de poupança no Brasil segue uma regularidade macroeconômica tipicamente kaleckiana onde os trabalhadores assalariados gastam tudo o que ganham.¹⁰ Eis o PDE em toda a sua pertinência e realidade concreta: *são os gastos que determinam a renda e não a poupança.*

⁹ O que expressa o fato de que, no Brasil, devido ao elevado custo do crédito para investimento produtivo, grande parte das empresas pratica o autofinanciamento, ou seja, financia seus novos investimentos utilizando seus lucros retidos. Estes correspondem aos lucros brutos totais menos os lucros distribuídos aos proprietários e acionistas.

¹⁰ O déficit de renda das famílias assalariadas brasileiras, face a suas necessidades de consumo, inclusive de primeira necessidade e explicam a alta taxa de inadimplência, é de 78,3%, segundo a Pesquisa de Endividamento e Inadimplência do Consumidor da Confederação Nacional do Comércio de Bens, Serviços e Turismo (CNC), divulgadas em 04/05/2023.

Quadro 1 – Brasil: estimativas das elasticidades de longo prazo da função poupança agregada

Variável dependente: ln S		Período de estimação: 2001 T1 - 2019 T2		
Variáveis explicativas	Coefficiente	Erro-padrão	Estatística - t	Prob.
ln Π	5,303841	1,335297	3,972031	0,0002
ln W	0,012180	0,366728	0,033214	0,9736
CointEq(-1)	-0,209595	0,050241	-4,171774	0,0001

Fonte: Bruno & Gentil (2022).

Nota: estimativas obtidas por *Autoregressive Distributed Lag* model (ARDL) e segundo a *bounds testing approach* desenvolvida por Pesaran, Shin & Smith (2001).

3.4 A relação entre poupança, financiamento e investimento na abordagem pós-keynesiana

Na abordagem pós-keynesiana, a independência entre poupança e investimento se tornou ainda mais evidente. Segundo esta corrente, Keynes (1937) destacou o papel primordial dos bancos no financiamento do investimento, realçando que o investimento nunca deixará de ser realizado por falta de poupança, mas sim por falta de financiamento. Neste sentido, os bancos detêm uma posição-chave. Se os bancos se recusarem a atender à demanda no mercado de empréstimos, inibirão o investimento, não importa quão frugal o público se proponha a ser. Fica clara a importância de se distinguir entre financiamento e poupança. Keynes (1937) assinalou que o investimento só seria bloqueado se os bancos preferissem a liquidez, mas nunca por falta de poupança.

No *Treatise on Money* de 1930, Keynes sustentou que os depósitos bancários são criados no processo de concessão de crédito e não primeiramente coletados pelos bancos para depois haver a oferta de crédito a partir de depósitos existentes. Isto porque quando o banco concede crédito para um cliente, ele cria ao mesmo tempo um débito (depósito) e um crédito (empréstimo). O depósito criado é utilizado pelo cliente para pagamentos que resultam, assim, em depósitos em outros bancos, os quais por sua vez, concedem crédito correspondente a esses depósitos, e assim sucessivamente. Há um processo de criação de liquidez no mercado bancário e não uma mera transferência de recursos de agentes superavitários para agentes deficitários, como pensava a abordagem convencional da intermediação financeira de Gurley e Shaw (1955, 1960). Os pós-keynesianos vão além. Sustentam que os bancos são capazes de criar crédito independentemente da existência de depósitos prévios, usando o empréstimo interbancário, vendendo ativos líquidos de sua propriedade, captando recursos no mercado de ações, tomando empréstimos junto ao banco central (a autoridade monetária acomoda a demanda por reservas dos bancos) ou usando inovações financeiras. O investimento não se limita e nem depende da existência de poupança prévia de famílias e empresas. O que se requer para gerar a oferta de financiamento de investimentos é a renúncia à liquidez dos agentes, de modo a adquirir novos títulos ofertados pelos demandantes de fundos, adicionado à disposição de criação de crédito por parte do setor bancário.

Na abordagem pós-keynesiana (De Paula, 2014), a moeda é tratada como endógena. Em outros termos, a quantidade de moeda para atender ao crescimento do produto total requer dois fatores: o espírito animal dos empresários e a aquiescência do setor bancário (renúncia de liquidez), ambos independentes da poupança. O processo de financiamento da formação bruta de capital passa por duas etapas: “a primeira, no qual a provisão de moeda permite que a despesa de investimento seja implementada (*finance*), ou seja, a demanda por moeda provida pelo setor bancário no momento em que a firma decide investir; e a segunda, no qual a poupança *ex post* é utilizada para consolidar dívidas para a despesa de investimento. O *funding* é o processo de transformação de dívida de curto prazo em obrigações de longo prazo, de modo a tornar compatível a maturidade e o montante das obrigações da firma investidora vis-à-vis o retorno esperado dos investimentos” (De Paula, 2014, p. 101). O *finance*, é preciso ficar claro, é um fundo rotativo formado por depósitos bancários que circulam de mãos em mãos, e que não requer a existência de poupança e nem de multiplicador. Nas palavras de Keynes:

“O empresário quando decide investir, tem que se satisfazer em dois pontos: primeiro deve poder obter um financiamento de curto prazo suficiente durante o período de produção do investimento; e, em segundo lugar, deve poder eventualmente consolidar, em condições satisfatórias, as obrigações de curto prazo, através de emissões de títulos de longo prazo. Vez por outra, o empresário pode utilizar-se de recursos próprios ou fazer emissão de longo prazo diretamente, mas isso não modifica o volume de financiamento, que tem que ser encontrado pelo mercado como um todo, mas apenas o canal pelo qual chega ao empresário e a probabilidade de que parte do volume possa ser levantada pela liberação de dinheiro do próprio bolso ou do resto do público” (Keynes, 1937, p. 664).

O investimento, portanto, depende, em grande medida, do sistema financeiro, isto é, de sua inclinação e capacidade de operar para atender à demanda de moeda para investimento. Porém, como já apontado anteriormente, na etapa atual do capitalismo, a financeirização avança, em função da queda de rentabilidade dos capitais produtivos, fazendo com que investidores e empresas, sobretudo os bancos, se voltem para atividades financeiras e especulativas como meio de manter ou aumentar seus lucros. Os bancos, no caso brasileiro, não estão voltados para o desenvolvimento econômico, concentrando os seus capitais em empréstimos para famílias e em títulos públicos, ambos remunerados por taxas de juros anormalmente elevadas¹¹. Assim, é a preferência pela liquidez dos bancos e dos investidores institucionais que domina as estratégias do sistema financeiro. Como consequência, há escassez de oferta de crédito e taxas de juros elevadas, o que contribui para manter baixas as taxas de investimento, provocando regressão na estrutura produtiva do país. Isso nada tem

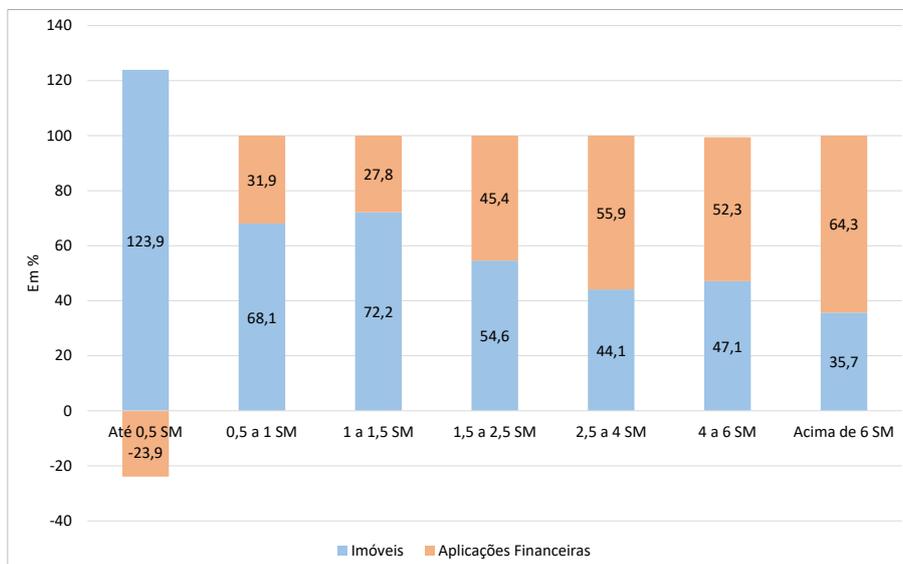
¹¹ Turquia e Brasil tiveram as mais elevadas taxas de juros reais entre todos os países, no período de 2000-2019. Recentemente, com a guerra na Ucrânia iniciada em 2022, a Rússia assumiu a primeira posição.

a ver com a baixa ou alta poupança. Diz respeito a um regime de crescimento e a sua respectiva política macroeconômica e estrutura institucional que favorecem o poder, a liderança e a hegemonia das finanças.

4. Fatos estilizados do caso brasileiro: financeirização e alocação improdutiva da poupança

O Gráfico 1 mostra que a alocação dos recursos poupados pelas famílias brasileiras de maior poder aquisitivo volta-se, prioritariamente, para os ativos financeiros e em segundo lugar, para imóveis.

Gráfico 1 – Brasil: participação por tipo de ativos na taxa de poupança familiar por faixa de renda disponível familiar *per capita* – POF 2017-2018

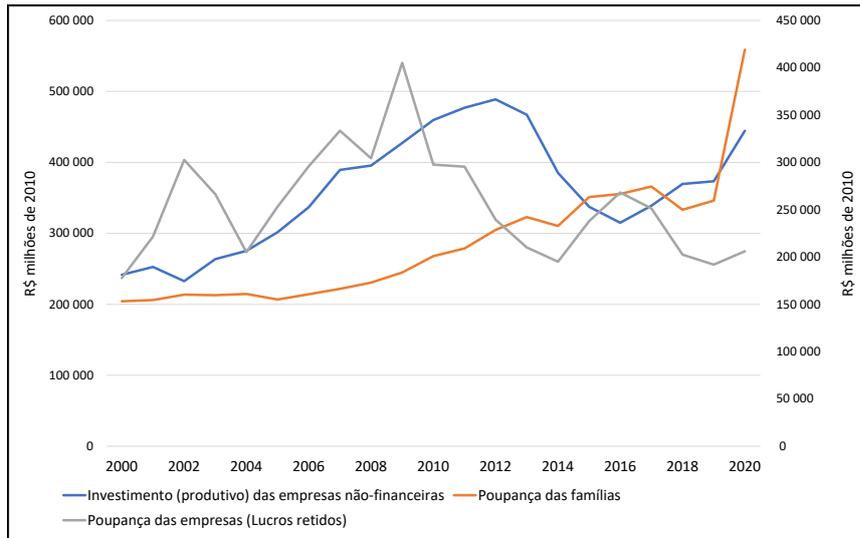


Fonte: Banco Central do Brasil com base nos dados da Pesquisa de Orçamentos Familiares do IBGE.

Isso mostra que os lucros retidos (a poupança das empresas) são a mais importante fonte de fundos para o investimento produtivo, necessário ao aproveitamento da janela de oportunidade demográfica. Não a poupança das famílias que, em sua quase totalidade, é alocada em ativos financeiros de curto e médio prazos, permanecendo retida no circuito da revalorização e da acumulação rentistas sem que, em sua totalidade, esteja financiando atividades diretamente produtivas.

O Gráfico 2 reforça essas conclusões à medida que o investimento se apresenta em coevolução com a poupança das empresas (lucros retidos) e não com a poupança das famílias. Trata-se de uma questão central que invalida as interpretações quanto às condições de realização do bônus demográfico com base na TCV. Diante da elevada rentabilidade real com baixo risco e alta liquidez, oferecida pelas alocações da poupança familiar em ativos financeiros de curto prazo, o desestímulo ao investimento produtivo (formação bruta de capital fixo das empresas) torna-se a regra, o que bloqueia o aproveitamento da janela de oportunidade demográfica trazida pela transição.

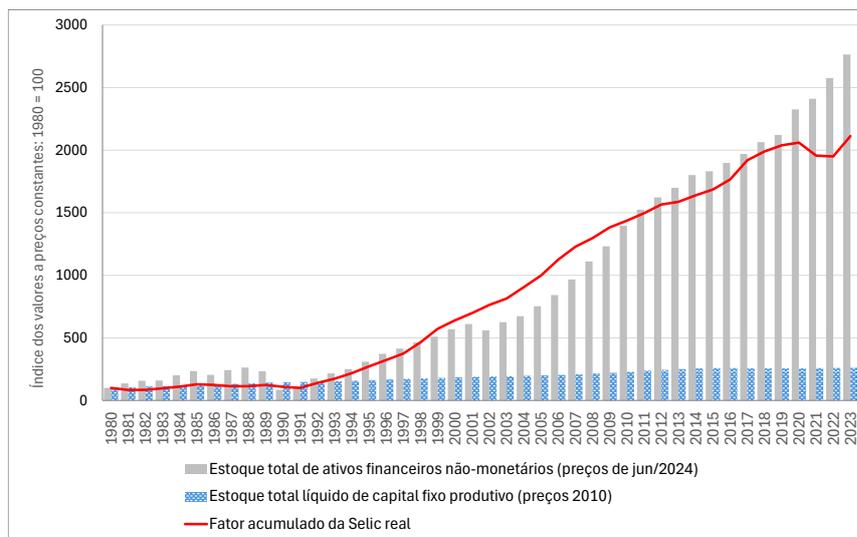
Gráfico 2 – Brasil: investimento produtivo, poupança empresarial e poupança familiar (2000-2020)



Fonte: elaboração própria com base no SCN-IBGE.

O Gráfico 3 atesta a drástica substituição de ativos fixos (estoque líquido de capital físico), fundamentais para o aumento da ocupação e da renda familiar per capita, por ativos financeiros.

Gráfico 3 – Brasil: a alocação da poupança em ativos financeiros cresce exponencialmente enquanto os ativos fixos produtivos estagnam (1996 – 2019)



Fonte: BRUNO e GENTIL (2022), atualizado.

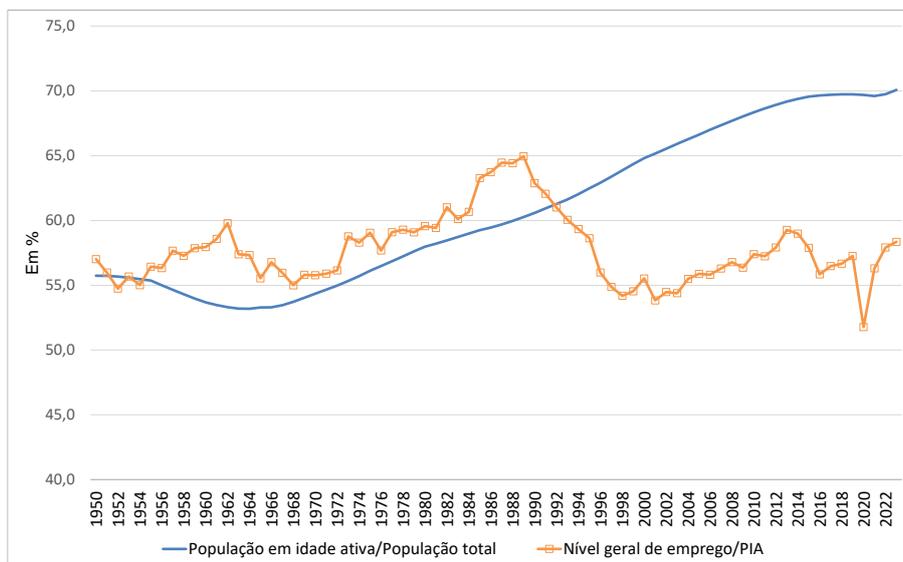
A revalorização e acumulação financeiras crescem em forte correlação positiva com a taxa de juros Selic real em capitalização composta. Uma das expressões contundentes do processo de financeirização usurária da economia brasileira, que mantém o setor produtivo e o setor público subordinados aos interesses do setor bancário-financeiro. Conseqüentemente, os comportamentos das variáveis observados no Quadro 1 e Gráficos 1, 2 e 3, acima, apoiam as contribuições teóricas de Keynes e Kalecki quanto às relações entre poupança e investimento, analisadas nas seções teóricas 2 e 3.

5. Investimento e poupança face às mudanças na estrutura etária da população

O Gráfico 4 mostra como evoluíram a razão entre a população em idade ativa (PIA) e a população total do Brasil, uma proxy da oferta potencial de força de trabalho disponível. Por outro lado, a razão nível geral de emprego/PIA é um indicador da capacidade da economia brasileira de gerar os postos de trabalhos necessários para absorver a oferta de força de trabalho. A partir de finais da década de 1980, a razão PIA/população total declina acentuadamente, coincidindo com o período de adesão da economia brasileira aos mercados globais, através da liberalização comercial e financeira do país.

Esse indicador volta a crescer em inícios dos anos 2000, porém, permanece, até o último ano de 2023, abaixo da oferta potencial de força de trabalho. Uma característica que tende a bloquear o aproveitamento da janela de oportunidade demográfica. Apesar da população em idade ativa ter alcançado o nível de 70% da população brasileira, o nível de ocupação tem permanecido abaixo da oferta potencial de força de trabalho. Assiste-se ao avanço do subemprego e da precarização das relações de trabalho, o que tende a inviabilizar o aproveitamento da janela de oportunidade demográfica, que já estaria em sua fase de fechamento, devido ao rápido processo de envelhecimento. Portanto, novos desafios para a sociedade e seus governos se conjugam com os efeitos advindos da transição demográfica, amplificando-os devido à financeirização da economia e à acelerada desindustrialização do Brasil.

Gráfico 4 – Brasil: oferta potencial de força de trabalho e geração de emprego (1950-2023)



Fonte: elaboração própria com base nos dados do IBGE e IPEA DATA.

Para se evitar interpretações catastrofistas do envelhecimento, é preciso considerar não somente as mudanças na estrutura etária da população, mas também o potencial produtivo e a demanda de consumo da sociedade, ambos em interação sistêmica através da dinâmica do

crescimento econômico. Isso porque qualquer previsão pessimista sobre os impactos do envelhecimento na formação de poupança através da TCV, cumprirá função eminentemente ideológica, se não considerar os tipos de ativos em que os fluxos de rendimento poupados se acumulam.

Para uma análise pertinente de seus efeitos sociais e econômicos, a *razão de dependência demográfica convencional*, doravante *dd*, que consiste numa relação entre diferentes coortes etárias selecionadas pelo pesquisador, deve ser reconsiderada nesse contexto de mudança de paradigma tecnológico-produtivo. Apesar de seu uso corrente em estudos demográficos e econômicos, deve-se reconhecer que este indicador se baseia numa relação eminentemente fisiológica. Dividindo o número de crianças e/ou idosos pela população em idade ativa, pode levar, ainda que não intencionalmente, a interpretações com conteúdo discriminatório com relação à população idosa, considerando-a inapta a exercer atividades produtivas.

Segundo Lee e Mason (2010, apud Forchezatto et al. 2020), mesmo que o crescimento populacional implique um menor consumo per capita, o envelhecimento populacional pressupõe mais pessoas consumindo do que trabalhando. Nesse contexto, as transferências públicas e privadas teriam papel central no financiamento desse desequilíbrio.

Bloom e Zucker (2023) argumentam que o desafio demográfico mais formidável que o mundo enfrenta já não é o rápido crescimento populacional, mas sim o envelhecimento da população. No entanto, para se evitar visões catastrofistas do envelhecimento e os equívocos da teoria da população de Thomas Malthus, só que agora aplicada a uma superpopulação de idosos, é preciso considerar que a produtividade é a variável-chave para uma análise consistente dos impactos socioeconômicos do envelhecimento populacional.

Como destacou Paul Krugman, “a produtividade não é tudo, mas no longo prazo é quase tudo. A capacidade de um país de melhorar seu padrão de vida ao longo do tempo depende quase inteiramente da sua capacidade de aumentar o produto por trabalhador.” Isso implica considerar os determinantes dos ganhos de produtividade, destacando-se dentre eles as inovações tecnológicas em seus efeitos positivos sobre o investimento em capital fixo produtivo por trabalhador.

O aumento dessa razão é capaz de compensar o menor número relativo de trabalhadores em uma população, porque significa elevação dos ganhos de produtividade. Afinal, este é o efeito esperado dos avanços científico-tecnológicos que aumentam a produtividade da força de trabalho. Nesse sentido, os efeitos macroeconômicos e sociais do envelhecimento populacional vão depender das políticas governamentais adotadas e do perfil da população em cada país, considerando-se centrais, nesse contexto, os impactos na tecnologia e sobre a dinâmica da produtividade. Para que isso ocorra, o aumento da participação da indústria de alta intensidade tecnológica ou de maior índice de complexidade econômica no PIB torna-se decisivo. Kaldor (1970) mostrou que há uma relação

positiva entre o crescimento do produto industrial e a taxa de crescimento da produtividade na indústria. O ponto central é que o setor industrial opera com retornos crescentes de escala, permite maiores ganhos de escala e influencia o crescimento da produtividade de toda a economia. Assim, as consequências da transição demográfica devem ser mais bem enfrentadas com políticas macroeconômicas de desenvolvimento industrial, pois se trata de um problema econômico complexo antes que exclusivamente demográfico.

Disso resulta que a questão analiticamente fundamental é que o comportamento de um indicador constituído apenas por uma divisão matemática entre diferentes coortes etárias e, portanto, fisiológico, não deve ser considerado suficiente para permitir inferências seguras quanto a possíveis tendências negativas ou positivas, sobre a economia e sociedade. Para se evitar riscos interpretativos, discriminações por idade no mercado de trabalho e apreender com precisão os efeitos da transição demográfica, é fundamental ponderar a razão de dependência demográfica convencional por variáveis que efetivamente capturem o potencial produtivo da população ativa e o consumo de toda a população. Com isso, essa razão torna-se apta a expressar as reais consequências socioeconômicas do aumento da população inativa como proporção da força de trabalho total disponível, passando a ser denominada de *razão de dependência demográfica efetiva (dde)* e baseia-se nos trabalhos de HARASTY & OSTERMEIER (2020), HAN & CHENG (2017) e PALLEY (1998). Formalmente, tem-se que:

$$dde = \frac{INA(1 + \dot{C}_{INA}) + N(1 + \dot{C}_n)}{N(1 + PR_n)}$$

INA = população inativa

\dot{C}_{INA} = taxa de crescimento do consumo da população inativa

N = população ocupada na produção

\dot{C}_n = taxa de crescimento do consumo da população ocupada na produção

PR_n = taxa de crescimento da produtividade da população ocupada na produção.

Quando aplicada ao caso brasileiro atual, numa fase em que o processo de envelhecimento populacional avança rapidamente, o maior desafio tanto para as políticas públicas, quanto para uma estratégia soberana de desenvolvimento nacional, é a elevação dos ganhos de produtividade do trabalho (PR_n). Face ao reduzido crescimento médio do estoque de capital fixo produtivo por pessoa ocupada na produção ($\frac{K}{N}$), a retomada dos investimentos em inovações tecnológicas e organizacionais, particularmente na indústria de maior complexidade econômica, deveria estar na ordem do dia.

O Quadro 2 reúne as variáveis determinantes do PIB per capita (PIB_{pc}), por regime de crescimento econômico, no período 1950-2022, com base na seguinte decomposição:

$PIB_{pc} = \left(\frac{PIA}{POP}\right) \cdot \left(\frac{N}{PIA}\right) \cdot \left(\frac{Y}{N}\right)$ ou, explicitando as variáveis determinantes da produtividade do trabalho: $PIB_{pc} = \left(\frac{PIA}{POP}\right) \cdot \left(\frac{N}{PIA}\right) \cdot \left(\frac{Y}{K}\right) \cdot \left(\frac{K}{N}\right)$, onde $\frac{Y}{K}$ é a produtividade do capital fixo e $\frac{K}{N}$ é o capital fixo por trabalhador ocupado na produção ou intensidade do capital (*capital intensity*). O subperíodo 1995-2022 é o que apresenta a pior performance, pois tem o menor crescimento médio anual da razão $\left(\frac{K}{N}\right)$, 0,42% a.a., resultando num ganho médio de produtividade por pessoa ocupada de apenas 0,86% a.a..

Quadro 2 – Brasil: regimes de crescimento econômico e condições macrodinâmicas de aproveitamento da janela de oportunidade demográfica

REGIMES DE CRESCIMENTO ECONÔMICO	PIB _{pc}	PIA/POP	N/PIA	PR _n = Y/N	PR _k = Y/K	K/N
Período desenvolvimentista (1951-1980)	4,56%	0,13%	0,16%	4,27%	-0,84%	5,17%
"Década perdida" e transição para o Plano Real (1981-1994)	-0,01%	0,48%	-0,01%	-0,48%	-1,24%	0,81%
Período de liberalização comercial e financeira (1995-2022)	1,10%	0,42%	-0,16%	0,86%	0,44%	0,42%

Fonte: elaboração própria com base nos dados do SCN-IBGE e IPEADATA.

Nota: todas as variáveis em taxas médias de variação por período. PIB_{pc} = PIB per capita;

POP = população total; N = nível geral de ocupação; PIA = população em idade ativa; K = estoque total de capital fixo produtivo; PIA/POP = oferta potencial de força de trabalho; N/PIA = demanda efetiva de força de trabalho como % da PIA; PR_n = produtividade por pessoal ocupado; PR_k = produtividade do capital fixo; K/N = intensidade do capital fixo ou volume de máquinas, equipamentos, instalações e demais infraestruturas por pessoal ocupado.

6. Conclusão

“A existência de poupança corrente externa às firmas, realizada pelas famílias que vivem de rendas, tende a deprimir o investimento e, portanto, a diminuir o desenvolvimento no longo prazo”.

(Michal Kalecki, *Teoria da Dinâmica Econômica*, 1954)

A poupança é uma variável de fluxo, não uma variável de estoque, como os ativos reais e financeiros que compõem o estoque de riqueza das famílias e da sociedade. Só pode existir enquanto processo, pois se determina a partir da dinâmica da produção e da geração da renda das famílias e das empresas. Correspondendo a uma proporção do fluxo monetário total que circula através dos múltiplos mercados no sistema de pagamentos da economia, não pode, de um ponto de vista estritamente lógico, existir antes que a renda esteja sendo gerada.

Tomando-se uma analogia com fluxos hidráulicos, os fluxos de renda não consumidos, isto é, poupados, acumulam-se em reservatórios específicos, como as contas bancárias e demais ativos financeiros. Porém, a partir do momento em que são alocados em ativos financeiros e ativos reais, deixam de ser fluxos, portanto, poupança, para se tornarem estoques de riqueza de famílias e

empresas. Porém, esses estoques de ativos fixos ou financeiros e monetários constituídos pela acumulação dos fluxos de poupança familiar e empresarial são papéis portadores de direito de propriedade sobre a riqueza e os fluxos de bens e serviços disponíveis à sociedade. Não são a riqueza em si, são apenas símbolos representativos da riqueza concreta que precisa preexistir ou estar em vias de existir através do processo de produção. Funcionam como “senhas”, símbolos representativos de poder de compra e reserva de valor que permitem acesso à riqueza concreta. Mas, se esta não estiver disponível quando esses papéis forem resgatados, seu valor tenderá à nulidade. Os lucros retidos pelas empresas são a mais importante fonte de financiamento para o investimento produtivo e, conseqüentemente, dependem das despesas de consumo da sociedade. Mas para o efetivo aproveitamento da janela de oportunidade demográfica, já em curso de fechamento no Brasil atual, é fundamental a superação das estruturas institucionais que reproduzem a financeirização e a desindustrialização da economia. Sem isso, não será possível elevar os ganhos de produtividade sistêmica. Uma condição essencial e incontornável para o desenvolvimento do país.

Referências bibliográficas

- AGLIETTA, M. *Macroéconomie financière*, Paris: La Découverte, v. 1 e 2, 2001.
- ANDO, A; MODIGLIANI, F. *The Life Cycle Hypothesis of Saving*, American Economic Review, 1964.
- BLOOM, David. E. & ZUCKER, Leo M. *Aging is the real population bomb*. Finance & Development, Finance & Development. International Monetary Fund, June 2023.
- BOYER, Robert. The four fallacies of contemporary austerity policies: the lost Keynesian. Cambridge Journal of Economics 2012, 36, 283–312
- Legacy. Cambridge Journal of Economics 2012, 36, 283–312.
- BRUNO, Miguel. “*Transição demográfica e regime de acumulação financeirizado no Brasil: “bônus” ou “ônus” para a previdência social?*”. In: Carta Social e do Trabalho nº 07. Previdência Social: Como incluir os excluídos? Centro de estudos sindicais e de economia do trabalho-Cesit. p.106-122. 2007
- _____. *A financeirização como limite estrutural ao desenvolvimento brasileiro: fundamentos teóricos, indicadores e prognósticos*. Caderno da Reforma Administrativa, FONACATE, 2021.
- BRUNO, Miguel e GENTIL, Denise. *Financialized growth regime and capital accumulation in Brazil: geopolitical and institutional factors of the recent collapse and beyond*. Revue de la régulation, Capitalisme, institutions, pouvoirs 33 | 2nd semestre | Autumn 2022 Analyser les transformations de l’Amérique latine.
- BACHELARD, Gaston (1996) *A Formação do Espírito Científico. Contribuição para uma Psicanálise do Conhecimento*. Rio de Janeiro: Contraponto.
- BRITO, Ricardo D.; MINARI, Paulo T. P. *Será que o brasileiro está poupando o suficiente para se aposentar?* Revista Brasileira de Finanças, vol. 13, núm. 1, enero, 2015, pp. 1-39 Sociedade Brasileira de Finanças.

- DE PAULA, Luiz Fernando. Sistema financeiro, bancos e financiamento da economia. Rio de Janeiro, Elsevier, 2014.
- ÉCHAUDÉMAISON, C.-D. *Dictionnaire d'Économie et de Sciences Sociales*. Nathan 1989.
- FOCHEZATTO, A. et al. *Envelhecimento populacional e financiamento público: análise do Rio Grande do Sul utilizando um modelo multissetorial*. R. bras. Est. Pop., v.37, 1-24, e0128, 2020.
- GUERRIEN, Bernard. *Dictionnaire d'analyse économique*. La Découverte, 2002.
- GURLEY, J. e SHAW, E. Financial aspects of economic development. *American Economic Review*, XLV(4) :515-538, 1955.
- GURLEY, J. e SHAW, E. *Money in a Theory of Finance*. Washington, D.C. :The Brrokings Institution, 1960.
- HAN, Xuehui; CHENG, Yuan. *Consumption and Productivity-Adjusted Dependency Ratio with Household Structure Heterogeneity*. ADB Economics Working Paper Series nº 531, dezembro, 2017. Disponível em
- HARASTY, Claire; OSTERMEIER, Martin. *Population ageing: alternative measures of dependency and implications for the future of work*. ILO Working Paper 5 International Labour Organization june, 2020.
- KALDOR, Nicolas. "Alternative Theories of Distribution", in Stiglitz, J. E. e Uzawa, H. (1969), *Readings in the Modern Theory of Economic Growth*, The MIT Press, 1956.
- _____. The case for regional policies, *Scottish Journal of Political Economy*, November, 1970
- KALECKI, Michal. *Teoria da dinâmica econômica*. Coleção Os Economistas, Editora Nova Cultural Ltda, 1977.
- KEYNES, John M. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. Coleção Os Economistas. Nova Cultural, 1936/1983.
- _____. The ex-ante theory of the rate of interest. *Economic Journal*, December, 1937.
- _____. *A distinção entre poupança e investimento*, in Keynes. Coleção Grandes Cientistas Sociais nº 6. Editora Ática.1978.
- LEE, R.; MASON, A. *Some macroeconomic aspects of global population aging*. *Demography*, v. 47, p. 151-172, 2010
- LIST, Georg Friedrich. *Sistema nacional de economia política*. São Paulo: Nova Cultural, 1988. 3ª edição (Coleção Os Economistas).
- MASON, Andrew. *Economic demographic*. Handbook of Population, 2005.
- NASCIMENTO, Michelly V. do; Diógenes, Victor Hugo D. *Transição demográfica no Brasil: um estudo sobre o impacto do envelhecimento populacional na previdência social*. REVISTA EVIDENCIAÇÃO CONTÁBIL & FINANÇAS João Pessoa, v. 8, n. 1, p. 40 -61, Jan./ Abril. 2020.
- PALLEY, Thomas. *The Economics of Social Security: An Old Keynesian Perspective* in: *Journal of Post Keynesian Economics*, Volume 21, 1998.
- PESARAN M. H., SHIN Y. & R. J. SMITH (2001), *Bounds testing approaches to the analysis of level relationships*, *Journal of Applied Econometrics*, vol. 16, no 3, p. 289-326. DOI: <https://doi.org/10.1002/jae.616>

POSSAS, Mario. *Demanda efetiva, investimento e dinâmica. A atualidade de Kalecki para a teoria macroeconômica*. Revista de Economia Contemporânea, Rio de Janeiro, 3(2): 17-46, jul./dez., 1999.

SMITH, Adam. *A Riqueza das Nações: uma investigação sobre sua natureza e suas causas*. Coleção Os Economistas. Nova Cultural; 3ª ed. 1988.

STIGLITZ, J. Foreword. In: Schmidt-Hebbel, Klaus and Servén, Luis. *The economics of saving and growth*. Cambridge, Cambridge University Press, 1999.