

## **A poupança eo crescimento econômico: uma leitura a partir de Keynes**

Hugo Santos Poczekwa Prando

Economista e Mestrando no Programa de pós-graduação em Economia Política PUC-SP

Rubens R. Sawaya

Professor do Programa de pós-graduação em Economia Política PUC-SP

### **Resumo**

Em A Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda, Keynes apresentou uma forma alternativa de compreender a relação entre poupança, investimento e taxa de juros, em contraste com a visão da chamada escola neoclássica. Dentre vários pontos de controvérsia, o eixo central da sua abordagem está em que a existência de poupança prévia não constitui um pré-requisito para a realização de novos investimentos, ao contrário, são os investimentos que geram poupança. De forma a melhor compreender esta questão o presente artigo busca se aprofundar nas ideias de Keynes com um foco em especial ao que ele tem a dizer a respeito da poupança e seu papel na dinâmica capitalista. Apesar de ser uma discussão antiga, a controvérsia entre poupança e investimento ainda está no centro do pensamento ortodoxo atual e impede a implementação de políticas públicas para o crescimento do investimento bem como do gasto público sob o argumento de risco inflacionário. Trata-se de uma falta de compreensão sobre a dinâmica capitalista amplamente discutida por Keynes.

Palavras Chaves: Investimento, poupança, dinâmica capitalista, keynes

### **Abstract**

In The General Theory of Employment, Interest and Money, Keynes presented an alternative way of understanding the relationship between savings, investment, and interest rates, in contrast to the view of the so-called neoclassical school. Among various points of controversy, the centrepiece of his approach is that the existence of previous savings is not a prerequisite for making new investments; on the contrary, it is investments that generate savings. In order to better understand this issue, this article seeks to delve into Keynes' ideas with a particular focus on what he has to say about savings and its role in capitalist dynamics. Despite being an old discussion, the controversy between savings and investment is still at the centre of current orthodox thinking and prevents the implementation of public policies for the growth of investment as well as public spending under the argument of inflationary risk. This is a lack of understanding of the capitalist dynamics widely discussed by Keynes.

**Key words: investment, saving, capitalist dynamic, Keynes**

### **Introdução**

O artigo tem como objetivo retomar a visão de Keynes a respeito do papel da poupança na dinâmica da economia capitalista. Nesse sentido, o artigo se foca em como Keynes entende a relação entre a poupança e o investimento, assim como sua relação com o

rendimento agregado e com a taxa de juro. As ideias de Keynes a respeito da poupança buscam criticar a visão da neoclássica acerca do funcionamento dinâmico da economia ao transportar o foco para o gasto autônomo, principalmente o investimento, como determinante da renda, sendo a poupança uma função derivada da renda previamente criada.

À época da publicação da Teoria Geral, a compreensão acerca do relacionamento entre poupança e investimento se baseava nos postulados da chamada escola neoclássica, fundada na lei de Say e no equilíbrio geral walrasino que ainda estão no centro do pensamento ortodoxo por meio dos modelos DSGE (Lavoie, 1992; Snowdon & Vane, 2005). O próprio Teoria Geral é o resultado do debate de Keynes ao longo dos anos 1920 (Screpant & Zamagni, 2005; Carter, 2021; Keynes, 2002), amplamente empregados em análises ortodoxas.

Segundo o pensamento ortodoxo, a realização de novos investimentos estaria condicionada à existência de poupança prévia, originalmente pensada como a disponibilidade de fatores de produção, principalmente trabalho, ao supor a economia sempre no pleno emprego ou, como hoje se argumenta, no equilíbrio imaginário da “taxa de desemprego natural” – considerada aquele nível não inflacionário dentro da curva de Phillips vertical (Friedman, 2008; Snowdon & Vaine, 2005). Esta poupança, por sua vez, seria o resultado de uma escolha intertemporal dos indivíduos, o fruto da abstenção do consumo imediato em prol de um maior consumo futuro. Suposto o pleno emprego, um consumo menor hoje, liberaria fatores de produção para o investimento sem causar pressões sobre os preços. De acordo com essa concepção, a taxa de juros seria elemento responsável pelo equilíbrio entre a poupança existente e a demanda por novos investimentos. A taxa de juros seria o “preço” que torna indiferente o valor presente do consumo hoje em relação ao acréscimo de consumo pelos juros no futuro. Seria o custo de oportunidade intertemporal de obter maior renda futura que se conjugaria com um maior produto futuro resultado do investimento produtivo hoje, mantendo-se o equilíbrio geral.

Keynes criticou esse raciocínio. Ele destacou, em primeiro lugar, que raramente a economia estaria no pleno emprego dos fatores de produção, sendo mais normal a existência de desemprego involuntário. Nesse caso, seria possível e necessário ampliar a

produção até o limite da capacidade de oferta, o pleno emprego, uma situação rara e não determinada pelo mercado de trabalho ou pelos salários (Lavoie, 1992). Keynes também argumentava que “os trabalhadores, considerados no seu conjunto, não dispõem de nenhum meio de fazer coincidir o equivalente aos seus salários nominais expressos em bens de consumo com a desutilidade marginal do volume de emprego existente” (Keynes, 2013 p.11). Portanto, estes não têm o poder de definir seus salários reais, o que também implica na invalidade da Curva de Phillips, tanto a original como seu modelo vertical modificado por Fredman.

Da mesma forma, Keynes apontou que a teoria neoclássica ignora completamente o papel do dinheiro no sistema econômico – como ocorre até hoje (Resende, 2017 p.52) - e, dessa forma, ignora tanto a possibilidade de os agentes acumularem riqueza sob a forma monetária bem como os efeitos que essa decisão tem sobre a demanda agregada da economia (Lima & Sicsú, 2003), sobre as vendas reais dos empresários e sobre o seu rendimento agregado. Keynes demonstrou que a poupança prévia não é uma condição para a realização de novos investimentos, sendo ela, na verdade, o resultado desses investimentos.

### **A teoria de Keynes**

Em A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, Keynes buscou entender o que determina o volume de emprego na lógica dinâmica do capitalismo. Para a escola neoclássica, o emprego era determinado pelo ponto de equilíbrio entre o produto marginal de um certo volume de trabalho e a desutilidade marginal para os trabalhadores desse mesmo volume (Keynes, 2013 p.4), supondo que o produto marginal seria sempre decrescente e determinaria a demanda de emprego, e a desutilidade marginal sempre crescente, constituindo a curva de oferta de emprego. Os neoclássicos supõem, assim, a existência de um “mercado de trabalho” o que não existe de fato, como aponta Lavoie (1992, p.217), uma vez que os trabalhadores não têm poder de escolha entre trabalhar ou não, como consta dos manuais neoclássicos.

Keynes apontou que o volume de emprego, na verdade, dependeria do nível dos proventos que os empresários esperariam receber ou, mais precisamente, do excedente dos proventos que esperariam obter desse volume de emprego, relativamente ao custo dos

fatores, da eficiência marginal do capital. E os proventos futuros dependem da demanda efetiva, de onde estará a demanda futura tanto em termos de consumo como de investimentos futuros, diante da decisão de se criar a oferta pelo investimento e elevação do emprego hoje. “A demanda efetiva é simplesmente o rendimento agregado... que os empresários esperam receber a partir do emprego corrente que decidem oferecer” (Keynes, 2013 p.49). Assim, está fundado nas expectativas futuras, naturalmente incertas.

...o volume de emprego (e por consequência da produção e do rendimento real) é fixado pelo empresário no intuito de procurar maximizar seus lucros presentes e futuros ... sendo que o volume de emprego depende da demanda agregada determinada por suas previsões de vendas que, ..., devem resultar, respectivamente, do consumo e do investimento [futuros]. (Keynes, 2013 p.70).

Portanto, o volume de emprego e de investimentos não depende da demanda por trabalhadores fundada na questionável hipótese de um produto marginal decrescente – que na verdade é função do tamanho da instalação produtiva e dos equipamentos, portanto do investimento em equipamentos mais produtivos fundado na decisão dos empresários e não dos trabalhadores – bem como da imaginária hipótese de que os trabalhadores teriam o poder de determinar seus salários segundo uma suposta desutilidade marginal crescente (ver Lavoie, 1992 p.217-218).

Keynes destacou (2013, capítulo 11) que caso os proventos esperados pelos empresários de suas vendas futuras – que dependem das expectativas de demanda agregada – sejam superiores ao chamado preço de oferta dos equipamentos – a Eficiência Marginal do Capital – haverá um incentivo para que eles aumentem o emprego acima do nível vigente até que a expectativa de proventos esteja em equilíbrio com a expectativa do preço de oferta, preço que esperam vender seu produto. Assim os empresários investirão em capacidade produtiva e criarão empregos a fim de criar uma oferta de produtos que imaginam ser igual ao quanto esperam ser a demanda futura para seus produtos, efetivamente. Esperam encontrar uma demanda futura que lhes permita vender seus produtos pelo preço de oferta que lhes garanta a taxa de lucro que desejam. Os empresários buscariam maximizar o seu lucro no ponto em que a função de oferta agregada se encontrasse com a função de demanda agregada no futuro, uma expectativa.

Em relação a essas duas funções, Keynes entende que não há muito a ser acrescentado no que concerne à oferta agregada a ser determinada pela decisão de investimento hoje,

enquanto que a demanda agregada como expectativa é que estaria no cerne da questão no que diz respeito à decisão de investir hoje. É por essa razão que ele se dedicou a entender os dois componentes dessa função, qual seria o consumo futuro e o investimento futuro, os componentes centrais da Demanda agregada esperada que são supostos no momento da decisão de investimento. “...o volume de emprego é determinado pelas estimativas de demanda efetiva feitas pelos empresários, sendo o critério para um aumento dessa demanda o aumento esperado [futuro] no investimento ...” (Keynes, 2013 p. 71).

Em relação ao consumo, Keynes entende que ele seria, no geral, uma função relativamente estável da renda, crescendo proporcionalmente ao crescimento da renda. Isso significa que a propensão a consumir, percentual da renda destinado ao consumo, é uma variável que pouco se altera e depende de fatores culturais, de costumes etc. “Concluimos que, em determinada situação, pode se considerar que a propensão ao consumo é uma função relativamente estável desde que tenhamos eliminado as variações das unidades de salários em termos de moeda [variação real na renda]” (Keynes 2013, p.86-87).

Portanto, o elemento de maior complexidade na demanda efetivamente esperada seriam os gastos com investimentos no futuro (ver também Kicillof, 2008, p.370). A escola neoclássica entendia que o consumo e o investimento eram determinados pela relação entre a propensão marginal a poupar e pela produtividade marginal do capital (como variável quantitativa física supondo preços dados), sendo a taxa de juro o elemento que estabeleceria o equilíbrio entre essas variáveis. Com a introdução do conceito de eficiência marginal do capital, que está relacionado ao valor futuro criado na forma monetária e não ao produto físico marginal, bem como o conceito de preferência pela liquidez – o desejo de reter dinheiro na forma líquida, fator desconsiderado pela ortodoxia até hoje, Keynes demonstrou que tal análise não fazia sentido (ver também Feijó, em Lima, Sicsú e de Paula, 1999, cap.4).

O erro dos [neo]clássicos residiria na ideia de que a “oferta cria a sua própria demanda” e, portanto, não haveria a possibilidade de uma deficiência da demanda efetiva, imaginando que tudo que for produzido será sempre vendido, dependendo apenas do ajuste de preços. E este ajuste garantiria a realocação dos fatores de produção, a oferta: preços elevados atrairiam recursos para aquela produção e preços baixos os expulsariam

para outros setores, supondo o pleno emprego dos fatores (ver Lavoie, 1992). Para eles, os indivíduos só utilizariam seus rendimentos para consumir ou para poupar e, ao optar pela segunda opção, estariam sempre financiando um investimento. Em termos reais, a poupança seria de seu lado real a liberação de fatores de produção, de outro, a liberação de dinheiro, o que diminuiria as taxas de juros e elevaria os investimentos automaticamente, os fatores de produção disponíveis seriam empregues sem pressão sobre seus preços - inflação.

De acordo com Keynes, se isso fosse verdade, não haveria um impeditivo ao pleno emprego como supunham Say e Walras, ou supõem os neoclássicos atuais sob o conceito de taxa natural de desemprego, ponto da curva de Phillips Vertical (Friedman) em que todos os que aceitam trabalhar pelo salários vigentes encontram emprego – o equilíbrio natural no mercado de trabalho. Só haveria desemprego friccional – causado pelo que hoje se denomina falhas de informação, falhas de mercado – e desemprego voluntário no qual os trabalhadores decidem não trabalhar por conta dos baixos salários.

“In neoclassical analysis, the demand for labour is simply the marginal revenue product of the labour factor, while the supply of labour is the outcome of some choice between the consumption of leisure and the consumption of goods.” (Lavoie, 1992, p.219).

Assim se os trabalhadores aceitassem uma queda nos salários, naturalmente os empresários investiriam mais. Essa lógica deve-se a não compreensão pela ortodoxia de que o capitalismo é uma economia monetária, de que o objetivo final das empresas é a obtenção de riqueza na forma de dinheiro e que, portanto, depende da Demanda Efetiva, da expectativa de venda futura (transformação do produto em dinheiro). Deixa de lado a questão que é um eixo central para Keynes, a da insuficiência de demanda efetiva.

### **A poupança para os neoclássicos**

Para a teoria neoclássica a taxa de juro é função da oferta de poupança – desejo do agente em trocar o consumo presente por um maior consumo futuro - em relação com a demanda de investimentos – comprar máquinas e equipamentos para elevar o produto marginal futuro garantindo o equilíbrio geral intertemporal entre oferta agregada e demanda agregada. Essa relação determinaria a taxa de juro da economia. Nesse sentido, a taxa de

juro seria o fator que equilibra, de um lado, a demanda de investimentos e, do outro, a disponibilidade para poupar. Para os neoclássicos, “The price of money, the rate of interest, is thus market-determined, by a supply and demand mechanism, as are all goods in a neoclassical system” (Lavoie, 1992, p.150).

No capítulo 14 da Teoria Geral (Keynes, 2013), por exemplo, Keynes cita o chamado professor Cassel, que entendia o investimento como a “demanda de abstinência” e a poupança como a “oferta de abstinência”, sendo a taxa de juro o preço que tornaria as duas quantidades iguais. Assim, a escola neoclássica entende que a determinação da taxa de juro depende de como os agentes estariam realizando escolhas intertemporais e que haveria apenas um ponto de equilíbrio entre demandantes e ofertantes. “Isso levou à ideia de que existe uma taxa natural, neutra ou de equilíbrio, ou seja, uma taxa que iguala investimento com poupança propriamente dita no sentido [neo]clássico” (Keynes, 2013, p.164). Vale destacar que hoje essa taxa é denominada de taxa natural, aquela que permite o equilíbrio não inflacionário ao garantir que o novo investimento seja sempre igual à poupança prévia, à disponibilidade de fatores de produção.

Segundo a lógica ortodoxa, portanto, a poupança antecede o investimento. Uma diminuição do consumo hoje, lógica na qual novos investimentos só poderiam ocorrer sem gerar desequilíbrios (ver também VALENTE, 2007) ao liberar fatores de produção. No equilíbrio geral entre oferta agregada e demanda agregada, o investimento só poderia ocorrer via diminuição do consumo, com a troca de consumo por investimento como componentes da demanda diante da suposição de uma oferta agregada fixa com a hipótese de pleno emprego ou taxa de desemprego natural.

Uma implicação central dessa lógica é a de que o novo investimento não seria possível enquanto a poupança realizada pela sociedade, via queda no consumo ou queda nos gastos públicos – superávit fiscal – não fosse grande o suficiente para apoiar o esforço de acumulação liberando fatores de produção. A taxa de poupança definiria o crescimento potencial. Assim, previamente, um país deveria incentivar seus cidadãos a pouparem uma parcela maior da renda, o Estado deveria cortar seus gastos, caso contrário seria necessário buscar poupança externa através de déficits em conta-corrente, ou o impacto seria apenas crescimento da inflação.

Além de imaginar que a taxa de juro é o elemento de equilíbrio entre poupança e investimento e que a poupança prévia era imprescindível para a realização de novos investimentos, a escola neoclássica também acredita no ajuste automático entre a poupança e as oportunidades de investimento, sem que houvesse a necessidade de uma intervenção especial ou cuidados por parte da autoridade monetária. Isso significa supor que toda a renda sempre será gasta em consumo e toda a poupança sempre se tornará investimento produtivo diante de uma suposta baixa na taxa de juros, independente da Demanda Efetiva e da Eficiência Marginal do Capital.

Portanto, o mercado financeiro tende a autorregular-se. Assim, a abordagem mais eficaz para estimular os poupadores seria garantir a maior liberdade possível nesse mercado, permitindo que a taxa de juro seja se estabeleça em um ponto que favoreça a poupança em detrimento do consumo. E para que o mercado funcione perfeitamente, seria necessário no mínimo o equilíbrio fiscal dado que um déficit estaria por hipótese “sugando” a poupança privada, retirando da economia recursos que naturalmente seriam gastos com investimento ou consumo, dado que não existe a hipótese de acumulação de riqueza na forma financeira, como dinheiro em si, nesta lógica. Keynes, em sua crítica à teoria [neo]clássica, chega a zombar da ideia ingênua de que

“sempre que um indivíduo realiza um ato de poupança faz algo que, automaticamente, reduz a taxa de juro e que essa baixa tem lugar, precisamente, na proporção necessária para estimular a produção de capital numa amplitude igual ao aumento da poupança; e de que isto é, além do mais, um fenômeno de ajustamento auto-regulador...” (Keynes, 2013, p.159).

Nas próximas seções será visto que, conforme Keynes, os erros dos neoclássicos são principalmente dois: não diferenciar a taxa de juro da eficiência marginal do capital e não perceber que, ao poupar, um indivíduo pode escolher reter sua riqueza na forma dinheiro, na forma de ativos líquidos no mercado especulativo, sem nenhum investimento em ativos reais correspondente. Para o pensamento ortodoxo não existe o mercado especulativo, ou nos termos de Keynes, o dinheiro na função especulação. Da mesma forma pensam o crédito como poupança prévia de alguém e o sistema financeiro como um simples intermediário entre poupadores e investidores (produtivos).

### **A definição de poupança para Keynes**



No capítulo 6 da Teoria Geral, Keynes define poupança como o excedente do rendimento sobre os gastos de consumo, seguindo o conceito neoclássico. Segundo o autor, as únicas dúvidas possíveis a respeito do significado de poupança são aquelas suscitadas pelo significado de rendimento e de consumo.

Inicialmente, Keynes define o rendimento do empresário como a diferença entre o valor da sua produção acabada vendida durante o período ( $A$ ), e o custo primário, que é constituído pelo custo de uso ( $U$ ) e o custo de fatores ( $F$ ). Como o rendimento do resto da comunidade é igual ao custo de fatores do empresário, o rendimento agregado acaba sendo igual a  $A - U$ .

Para definir consumo, Keynes aponta que os gastos com consumo considerados devem representar o valor dos artigos vendidos aos consumidores durante o período. Para isso, é necessário separar o comprador-consumidor do comprador-investidor, os dois componentes centrais da demanda agregada em uma economia sem governo ou setor externo. A solução encontrada por ele foi a de deduzir do total vendido pelos empresários ( $A$ ), aquilo que foi vendido a outros empresários ( $A_1$ ). Dessa forma, ele definiu que aquilo que é vendido aos consumidores é igual a  $A - A_1$ .

Tendo definido rendimento como  $A - U$ , os gastos com consumo como  $A - A_1$  e a poupança como o excedente do rendimento sobre os gastos de consumo, Keynes deduz que a poupança é igual a  $A_1 - U$ . Concomitantemente, Keynes define investimento como a adição corrente ao valor do equipamento de capital que resultou na atividade produtiva do período. Ora, Keynes aponta que essa adição ao valor do equipamento de capital equivale à definição dada à poupança. Ambos representariam a parte do rendimento do período não absorvida pelo consumo. Assim, o excedente do rendimento sobre o consumo, ou poupança, não pode diferir da adição aos equipamentos de capital, conhecida como investimento.  $A_1 - U$ , portanto, representaria tanto a poupança como o investimento. Como uma identidade, isso não significa que a poupança determina ou limita o investimento. Significa apenas que em termos dinâmicos, todo o investimento cria uma renda que parte será consumida e parte será poupada. A parte poupada tende a ser igual ao investimento prévio.

Assim Keynes relembra no capítulo 7 (Keynes, 2013) os determinantes do investimento que independem da poupança criada pelo investimento passado. Claro, ninguém pode poupar sem adquirir um ativo, seja ele dinheiro, um débito ou bens de capital.

Segundo Keynes, a equivalência entre a poupança e o investimento decorre do caráter bilateral das transações entre, por um lado, o produtor e, por outro lado, o consumidor ou o comprador de equipamento de capital. Para Keynes o que e quanto será produzido são decididos de acordo com as expectativas de demanda que os empresários têm. A escolha entre consumo e investimento seria feita antes do novo produto ser produzido, já que em economias industrializadas os bens têm uso especializado segundo sua natureza. Assim, não seria possível escolher entre a utilização de uma máquina como bem de consumo ou de capital de acordo com a taxa de juro vigente no momento (ver Valente, 2007). A poupança seria gerada como resultado do investimento, já que a forma que este toma é a do conjunto de bens cujo destino não pode ser, por sua própria natureza, o consumo.

A questão central não é a igualdade, mas a ordem de determinação. Não é possível existir poupança sem previamente a renda ter sido criada, seja como lucros ou salários, e não é possível a criação de renda sem a decisão de produzir, sem a decisão de colocar em funcionamento a estrutura produtiva existente e adicionar novos meios de produção antes criados por investimento anterior. Por isso, é o investimento que cria a renda que será poupada e essa poupança criada é sempre proporcional ao investimento realizado uma vez que a diferença foi consumida. Portanto, todo investimento cria uma poupança proporcional dentro da lógica dinâmica do processo de produção e acumulação.

“D.H. Robertson definiu o rendimento de hoje como sendo igual ao consumo mais o investimento de ontem, de modo que a poupança de hoje... é igual ao investimento de ontem mais o excedente ao consumo de ontem em relação ao de hoje” (Keynes, 2013 p. 71). Isso significa que tanto o investimento hoje pode ser superior à poupança hoje como pode ser inferior.

“A análise tradicional compreendeu que poupança depende do rendimento, mas esqueceu-se de que este depende do investimento de tal forma que, quando o investimento varia, o rendimento terá forçosamente que variar no grau justamente necessário para que a variação da poupança seja igual ao investimento” (Keynes, 2013, p.165).

O problema concreto ocorre quando a parte da renda gerada pelo investimento anterior que foi poupada não é gasta nem em consumo nem em investimentos novos, sendo mantida na forma líquida, em dinheiro na forma de tesouro ou em ativos financeiros. Nesse caso, o resultado seria uma deficiência de demanda agregada e os empresários não conseguiriam vender tudo que produziram em bens de capital ou bens de consumo pelo preço que lhes garantiria o lucro desejado. A demanda agregada ficou efetivamente abaixo da oferta agregada, desincentivando investimentos em aumentos da produção, o que agrava o problema da demanda efetiva, a nova demanda esperada para o futuro.

“Com efeito, embora não seja provável que o montante de poupança de um indivíduo tenha alguma influência sensível sobre seu próprio rendimento, os efeitos... do seu consumo sobre os rendimentos dos outros impossibilita que todos... poupem simultaneamente. Toda a tentativa desse gênero no sentido de poupar mais reduzindo o consumo age de tal modo sobre os rendimentos [agregado] que necessariamente anula a si mesma.” (Keynes, 2013, p.76)

### **Poupança e taxa de juros**

Como foi explicado anteriormente, a escola neoclássica entendia que a taxa de juro era o preço que tornaria a demanda de recursos para investir igual ao volume de recursos poupados disponíveis. Nessa concepção, a taxa de juro corresponderia à produtividade marginal do capital, o acréscimo físico em termos de produção resultado do investimento, supondo-se que tudo que será produzido será vendido. Se a taxa de juros fosse elevada pela falta de oferta de poupança, o investimento se reduziria e só tomariam recursos poupados os projetos com uma produtividade marginal tão elevada quanto essa taxa de juros. Caso ela fosse mais baixa, o volume de investimentos se elevaria. Assim, a poupança e o investimento estariam sempre em equilíbrio em uma “taxa natural” de juros.

Keynes criticou essa lógica apontando, em primeiro lugar, que não é a produtividade marginal corrente do capital, na forma física, que interessa ao investidor em uma economia monetária, mas a série de retornos prospectivos esperados, na forma monetária, que pode obter de uma nova unidade de capital tendo em vista o preço de oferta atual desse capital e, a expectativa desses retornos prospectivos, em termos agregados, da massa dos investidores. A essa relação entre esse retorno prospectivo esperado ao longo

da vida útil do bem de capital e o custo do equipamento (investimento) adicional Keynes chamou de eficiência marginal do capital (Keynes, 2013, p.120).

O problema é que a taxa de juros não depende da decisão intertemporal de consumir, mas da decisão de abrir mão do dinheiro líquido em troca de uma dívida (Keynes, 2013, p.150), da chamada preferência pela liquidez. Por isso, Keynes aponta que era impossível deduzir a taxa de juro a partir da produtividade marginal do capital e da propensão marginal a poupar. Também deduz que a eficiência marginal do capital não é e nem tem as mesmas determinações que a taxa de juros.

Era, portanto, necessário entender o que de fato determina a taxa de juro. A eficiência marginal do capital depende dos rendimentos prospectivos e não diretamente da taxa de juros que entra como uma referência mínima na decisão. A taxa de juros por sua vez depende da preferência pela liquidez, da forma como as pessoas desejam manter sua riqueza líquida em moeda ou títulos no mercado financeiro, fundamentalmente do que ocorre no mercado especulativo de ativos financeiros e também está fundamentalmente ligada ao mercado de crédito.

No capítulo 13 da Teoria Geral, Keynes aponta que, para que as preferências psicológicas temporais de um indivíduo se realizem plenamente, um indivíduo deve tomar dois conjuntos de decisões. O primeiro se relaciona com a escolha de quanto do seu rendimento será consumido e quanto será poupado. Uma vez tomada essa decisão, ele decide sob que forma ele conservará a parcela de sua renda não consumida. Ele pode conservar essa parcela sob a forma de um direito líquido imediato, como dinheiro/moeda ou depósitos à vista, ou alienar esse direito imediato por um certo período em troca de uma remuneração comprando títulos. Segundo Keynes, é esse segundo conjunto de decisões que determina a taxa de juro em uma economia, ou seja, é onde se concentra o problema da preferência pela liquidez dos indivíduos, associada com a quantidade de moeda disponível.

“...a taxa de juros não é mais do que o inverso da relação existente entre uma soma de dinheiro e o que se pode obter desistindo do controle sobre ele em troca de uma dívida [ativo financeiro]. ... A taxa de juros não é o preço que se estabelece o equilíbrio entre demanda de recursos para investir e a propensão para dispensar o consumo imediato.” Keynes, 2013, p.150)

A questão não está no estoque de dinheiro que satisfaz a necessidade de liquidez para transações, para a compra direta de bens de consumo e de investimento, amplamente conhecida na teoria econômica em geral como aponta Keynes (2013, p.149). A questão está na riqueza mantida sobre a forma moeda ou títulos financeiros, o estoque de direitos sobre a renda futura e, portanto, tornam-se uma forma de preservar a riqueza além da moeda em si. A taxa de juros é deduzida dessa decisão entre ficar perfeitamente líquido, com moeda, ou abrir mão da liquidez imediata para comprar ativos financeiros, relativamente menos líquidos. A taxa de juros torna-se o preço por abrir mão da moeda em troca de títulos (Keynes, 2013, p.150).

O sistema bancário é o agente que centraliza e organiza a compra e venda de direitos sobre a riqueza no tempo que surgem do crédito, direitos sobre o valor a ser produzido pelas empresas. Dado o estoque de moeda, a taxa de juros é definida na compra e venda de ativos financeiros. A taxa de juros é determinada pelo preço que os agentes (bancos ou não) pagam na compra dos ativos financeiros em relação ao seu rendimento esperado futuro ou seu preço futuro esperado, no mercado especulativo.

Assim, resta entender como a poupança e a taxa de juro se relacionam na economia. Keynes aponta no capítulo 9 que a influência das variações na taxa de juro sobre o montante realmente poupado se dá na direção oposta à que a escola neoclássica supunha. Ele entende, em uma lógica dinâmica, que uma elevação da taxa de juro pode resultar em uma redução da quantia realmente poupada em termos agregados.

“Com efeito, mesmo que a atração de um rendimento futuro acrescido de uma elevação da taxa de juros tenha por consequência diminuir o consumo, podemos estar certos que a elevação da taxa de juros resultará em uma redução da quantia realmente poupada. Na realidade, a poupança agregada depende do investimento agregado e a elevação da taxa de juros ... fará baixar o investimento ... terá por efeito baixar o rendimento...” (Keynes, 2013, p.100)

A questão reside no fato de que a poupança agregada depende do rendimento agregado e este depende do investimento agregado anteriormente realizado. Uma elevação da taxa de juro, mantida a eficiência marginal do capital constante, faria justamente baixar o nível do investimento. Portanto, uma elevação da taxa de juro teria por efeito a redução dos

rendimentos, levando a uma diminuição da poupança até se igualar ao baixo investimento, como resultado deste.

De outro lado, uma elevação da poupança pode não ter qualquer impacto na taxa de juros. Esse impacto depende da preferência pela liquidez. A elevação da poupança, renda não gasta pode permanecer em moeda perfeitamente líquida. A demanda por títulos financeiros não se elevaria e seus preços não cairiam em relação ao preço futuro, sem alterar a taxa de juros. Da mesma forma, uma elevação da demanda por ativos financeiros pode elevar seu preços hoje, mas os agentes podem imaginar que esses preços continuarão subindo (preço futuro continua elevado), assim a taxa de juros também não cairá. “O preço do mercado será fixado no nível em que a venda dos baixistas se equilibrar com as compras dos altistas” (Keynes, 2013, p.152).

Além disso, não é porque a taxa de juros cai que os investimentos crescerão, já que estes dependem da demanda efetiva (esperada) e da Eficiência Marginal do Capital que pode diminuir diante da queda atual das vendas das empresas pelo aumento da poupança e diminuição do consumo com elevação dos estoques e da capacidade ociosa.

Assim, segundo Keynes, a relação entre a taxa de juro e a poupança se dá em um sentido muito diverso e mais complexo do que preconizado pelos neoclássicos e, portanto, uma elevação da taxa de juro só poderia induzir os indivíduos a poupar mais se o rendimento agregado permanecesse inalterado na dinâmica do processo. Entretanto, caso a taxa de juro exerça seus efeitos contracionistas sobre o investimento e sobre o consumo, como é de se esperar pela queda na demanda corrente, o montante agregado da poupança forçosamente terá que se retrair, não obstante uma taxa de juro mais elevada. Por essa razão, Keynes afirma que a interpretação dos neoclássicos a respeito dos efeitos da taxa de juro sobre a poupança estava equivocada por não levarem em consideração a existência do mercado especulativo onde se forma a taxa de juros, onde se determinam as relações dos preços dos ativos financeiros presentes e futuros e por não levarem em consideração os efeitos da poupança sobre a renda.

Portanto é o gasto com investimento que cria a renda e a própria poupança. O investimento é uma decisão autônoma das empresas que dependem da Demanda Efetiva e da Eficiência marginal do capital, mais do que da própria taxa de juros. A taxa de juros

elevada, superior a Eficiência Marginal do Capital atrapalha o investimento pelo custo de oportunidade que representa. Mas uma taxa de juros baixa pode pouco influenciar se a expectativa de vendas futuras for declinante. Portanto é a decisão de gasto agregado na economia que gera renda e poupança e só seria inflacionário se não houver capacidade ociosa, desemprego involuntário. No capítulo sobre inflação, Keynes ainda afirma que todo o crescimento é sempre inflacionário dadas as elasticidades da oferta no curto prazo e o tempo do investimento tornar-se produto no longo prazo. No curto prazo, inflação seria normal.

O ato de poupar, ao invés de permitir uma produção futura mais elevada ao cancelar novos investimentos, iria, na verdade, afetar negativamente o volume de emprego, o rendimento agregado e o próprio montante da poupança agregada no período seguinte.

Ao observar a dinâmica econômica pelo lado da demanda, Keynes conclui que as decisões de consumir e as decisões de investir determinam, conjuntamente, os rendimentos. A decisão de consumir não é o problema dado que é função da relativamente estável propensão à consumir e pela renda criada pelo investimento anterior. O problema está na decisão de investir. Segundo o autor, se as decisões de investir se tornarem efetivas, é forçoso que elas expandam o rendimento e o consumo no tempo e, assim, nenhum ato de investimento, por si mesmo, poderia deixar de levar a que o resíduo ou margem a que se chama poupança aumente numa quantidade equivalente no tempo. O problema será se essa poupança não voltar ao sistema produtivo na forma de novos investimentos, o que ocorre pela existência do dinheiro, do mercado especulativo.

### **O papel dos bancos no financiamento do investimento**

Ao elaborar a teoria da preferência pela liquidez e demonstrar que a taxa de juro não é determinada pela poupança em relação à produtividade marginal do capital, Keynes desmantelou a visão [neo]clássica da relação entre o investimento e a poupança. Para Keynes a poupança é uma função do rendimento e este, por sua vez, é determinado pelas decisões de consumir – variável dependente da renda – e de investir – decisão autônoma dos empresários. A poupança é o excedente do rendimento sobre os gastos de consumo, um resíduo. Todo investimento que implica um acréscimo do equipamento de capital na economia estará expandindo a poupança, pois essa é, por definição, a parcela do

rendimento não consumida. Assim, Keynes entende que a poupança seria antes o resultado do que o pré-requisito para o investimento (VALENTE, 2007).

Portanto, se a falta de poupança não constitui a restrição fundamental à realização de novos investimentos, então o que seria? Para Keynes, a realização de um novo investimento produtivo estaria condicionada apenas à disponibilidade de crédito. Ele aponta que, em uma economia monetária, o investidor poderá obter recursos por meio de suas próprias reservas, mas no capitalismo a fonte principal é a emissão de obrigações, direitos sobre a riqueza futura vendidos aos bancos, ou seja, tomando empréstimos bancários. O financiamento do investimento é o eixo central do crescimento em uma economia com um moderno sistema bancário. Os bancos têm capacidade de criar meios de pagamento como crédito (VALENTE, 2007), antecipação do valor a ser criado no futuro como resultado do investimento (ver Lavoie, 1992 cap. 4).

Assim, Keynes entende que além da demanda efetiva que é a expectativa sobre se a demanda agregada no futuro absorverá a oferta agregada decidida ex-ante, a outra restrição ao investimento é financeira, é a disposição ou não dos bancos de expandirem o crédito que chancela ou inibe a expansão do investimento. Aqui se encontra um problema crucial uma vez que os bancos acompanham e concedem crédito segundo suas expectativas quanto a realização do valor a ser criando pelos empresários no futuro (Keynes 2013, p.143). Isso significa que estes se retraem quando as expectativas são ruins, justamente quando os empresários precisam de crédito para saldar seus compromissos passados e, de outro lado, podem expandir muito o crédito quando as expectativas são positivas, criando o que Minsky (1982) chama , seguindo Keynes, de instabilidade financeira.

O sistema econômico capitalista está fundado no crédito dado que todo o investimento é uma antecipação de valor a ser criado no futuro criado pelo sistema financeiro. O crédito é que garante a expansão contínua dos investimentos, sem qualquer relação com a poupança financeira ou com a riqueza passada criada. Trata-se da pura aposta no valor a ser criado no futuro. E o investimento expandirá a renda agregada, o emprego e a poupança agregada. Assim, em uma economia monetária com um sistema bancário atuante, não é a insuficiência de poupança que inibe o investimento, mas a preferência pela liquidez dos bancos e dos especuladores financeiros.



“... o sistema bancário está sempre em condições de comprar (ou vender) títulos e obrigações em troca de moeda ... Quanto maior for a quantidade de recursos líquidos que os bancos desejam criar (ou cancelar) pela compra (ou venda) de obrigações e dívidas, maior deverá ser a alta (ou a baixa) da taxa de juro.” (Keynes 2013, p. 179).

### **Implicações para as políticas de crescimento**

De toda a análise exposta a partir de Keynes, o crescimento econômico é função do gasto autônomo, do investimento privado que cria a renda naturalmente elevando a poupança como decorrência, tornando-a proporcional ao gasto que deu início ao processo.

O Gasto autônomo também pode ser o gasto público, que para essa lógica é central como elemento impulsionador do investimento privado pelo efeito multiplicador, pelo efeito dinâmico que cria ao criar renda e portanto demanda derivada de consumo e novos investimentos, principalmente na ausência do investimento privado devido à baixa Demanda Efetiva e Eficiência Marginal do Capital, elementos que também podem provocar uma retração do sistema bancário na concessão de crédito.

A eficiência do impulso promovido pelo gasto público depende da qualidade do gasto em termos daqueles que geram maior ou menor efeito multiplicador ou efeitos dinâmicos nas cadeias de produção para trás e para frente na matriz insumo-produto provando de fato o investimento privado, para Keynes, o verdadeiro motor do processo de crescimento econômico.

No “Teoria Geral”, Keynes trata pouco da política fiscal, estando ela muito mais a serviço do impulso ao investimento privado, como forma de promover o crescimento econômico e nunca substituir a iniciativa privada, apontando que “uma socialização abrangente do investimento ... o único meio de assegurar uma situação próxima do pleno emprego ... com todo o tipo de compromissos e dispositivos pelos quais o Estado possa cooperar com a iniciativa privada” (Keynes, 2013 p.344).

Essa lógica coloca em questão toda a concepção de que a economia só pode crescer com poupança prévia, ou com os recursos prévios disponíveis. É o investimento que cria os

recursos disponíveis para o crescimento econômico e não o contrário. Portanto não faz qualquer sentido limitar a taxa de crescimento a essa variável. Tampouco faz sentido limitar o crescimento à taxa de desemprego sem mais qualificações, principalmente quando o contingente significativo de trabalhadores estão em empregos tão precários ao ponto de nem poderiam ser considerados “empregados”.

É normal no crescimento econômico que o investimento pressione a elevação do emprego e o nível de salários em uma econômica capitalista. É essa pressão que imporia às empresas o investimento em novas tecnologias poupadoras de mão de obra e que portanto, de um lado elevam a produtividade que pode se equiparar ao novo nível salarial, distribuindo renda relativamente dentro da lógica dinâmica do capitalismo. De outro lado, liberam fator de produção trabalho para outras atividades, elevando o potencial de crescimento econômico. Essa lógica já estava em clássicos como Furtando.

“A fim de defender a taxa de remuneração do capital, a partir do momento em que a taxa de salários alcance certa crítica, os empresários se esforçarão em introduzir processos produtivos poupadores de fator trabalho, ou seja, tratarão de elevar a produtividade marginal deste, de forma a reestabelecer o equilíbrio com a taxa de salários. Abre-se assim o outro canal do desenvolvimento, baseado na acumulação-incorporação de invenções, o qual coloca a classe empresária-capitalista em posição privilegiada para reter os futuros incrementos de produtividade e, desta forma, aumentar sua participação na renda.” (Furtato, 1971, p. 122-123).

Dessa forma parece tornar-se claro que dentro da lógica dinâmica do próprio capitalismo é normal o investimento anteceder a poupança e pressionar os preços dos fatores de produção quando o nível de emprego é elevado ou os empregos são muito mal pagos, não sendo este um impecilho ao desenvolvimento. Trata-se de uma forma natural de pressão para que o crescimento com distribuição de renda de fato ocorra. Nesse sentido, nem a poupança precede o investimento, nem teria sentido impedir que o investimento seja superior por conta do elevado nível de emprego.

## **Conclusão**

Ao escrever A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda, John M. Keynes desafiou a compreensão convencional dos economistas de sua época em relação às interações entre as variáveis relevantes do sistema econômico ao introduzir a lógica dinâmica do sistema

econômico capitalista. Ao analisar a determinação do nível de emprego, ele demonstrou que este não é determinado no mercado de trabalho, mas pela decisão autônoma de investimento dos empresários. Nesse sentido, a análise das decisões de consumo, da propensão à consumir e, em especial, das decisões de investimento, da eficiência marginal do capital, desempenham um papel fundamental na compreensão da dinâmica da economia, muito mais do que a determinação da taxa de juros que serve como um balisador mínimo para o rendimento real do capital produtivo.

Assim, não faz sentido pensar que a poupança prévia não é uma condição para a realização de novos investimentos. Realizar uma política para elevar a poupança com restrições ao consumo e aos gastos públicos têm como resultado não a expansão do investimento, mas sua retração, levando a economia à um estado de estagnação e elevado desemprego, impedindo o próprio crescimento e o desenvolvimento.

O erro da análise neoclássica nesse caso reside no fato de ela ignorar as características de uma economia monetária, em que a moeda não é apenas um meio de troca mas, como representante geral da riqueza, é um porto seguro para sua preservação e para a especulação com ativos financeiros. Assim, tendo desconstruído a ideia de que o ato de poupar era o ponto de partida para novos investimentos, Keynes pôde direcionar a atenção dos economistas para os reais determinantes do produto e do emprego e para a construção de estratégias sociais via Estado para esse fim, justamente o que volta a ser discutido no mundo neste momento.

Retornar Keynes parece essencial para reestabelecer o ponto de partida perdido na teoria econômica pela hegemonia da ortodoxia desde os anos 1970. É importante ver as discussões que já haviam sido travadas no passado com os neoclássicos do século XIX que, infelizmente, devem ser retomadas. Keynes já tinha contribuído não apenas para a elucidação de questões teóricas, mas também para o enfrentamento das questões práticas relacionadas a uma economia sujeita a problemas crônicos de insuficiência de demanda efetiva devido à sua própria dinâmica interna contraditória como economia monetária na qual o objetivo central é a obtenção e controle sobre a riqueza em sua forma líquida e não o investimento produtivo em si. Como diria Marx, o capitalista se pudesse obter riqueza em sua forma fictícia sem passar pelas agruras da produção, este o faria e faz ao

buscar a valorização fictícia de seu capital no mercado financeiro, retirando seu dinheiro da esfera produtiva, o que resulta na deficiência de demanda efetiva de Keynes.

Isso tudo implica em retomar as discussões sobre desenvolvimento econômico que também foram abandonadas em função da confiança nas “forças do mercado” em abstrato como elementos para o crescimento e o desenvolvimento. O resultado desses anos de abandono das discussões sobre desenvolvimento bem como a visão equivocada sobre a dinâmica da economia capitalista apenas provocaram desindustrialização, perda de qualidade dos empregos e atraso tecnológico.

### **Bibliografia**

- CARTER, Zachary D. *O preço da paz: dinheiro, democracia e a vida de John Maynard Keynes*. Alta/Cult ed. Rio de Janeiro 2021.
- FEIJÓ, Carmem A. Decisões empresariais em uma economia monetária da produção, em LIMA, Gilberto T. et al. *Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Campus, Rio de Janeiro 1999.
- FRIEDMAN, Milton *La economía monetaria*. Gledisa Edt, Barcelona ES, 2008.
- FURTADO, Celso. *Teoria e política do desenvolvimento econômico*. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 1971.
- KEYNES, John M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Saraiva, 2013.
- KEYNES, John M. *As consequências econômicas da paz*. Universidade de Brasília, Brasília, 2002.
- KICILLOF, Axel. *Fundamentos de la teoría general: las consecuencias teóricas de Lord Keynes*. Eudeba – Universidad de Buenos Aires, Buenos Aires, 2008.
- LAVOIE, Mark. *Foundations of post-keynesian economic analysis*. Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK, 1992.
- MINSKY, Hyman P. *Can it happen again? Essays on instability and finance*. M.E. Sharpe, Inc. Armonk, New York, 1982.
- RESENDE, André, L. *Juros, moeda e ortodoxia: teorias monetárias e controvérsias políticas*. Portfolio/Penguin, São Paulo, 2017.
- SCREPANTI, Ernesto & ZAMAGNI, Stefano. *An outline of economic thought*. Oxford University Press, New York, 2005.
- SNOWDON, Brian & VANE, Howard R. *Modern Macroeconomics: its origins, development, and current state*. Edward Elgar Publishing, Cheltenham, UK, 2005.
- VALENTE, Frederico (20). *A relação entre investimento, poupança e taxa de juros: um panorama do debate sobre financiamento de longo prazo*. Campinas: Leituras de Economia Política.