

A economia brasileira tem insuficiência de poupança? Limites de um discurso pré-keynesiano e análise dos fatos estilizados do período recente

Miguel Bruno (ENCE e UERJ)¹

Ricardo Caffé (UFBA)²

Área temática: 2.3. Economia Brasileira Contemporânea

Sessões ordinárias

Abstract

O diagnóstico de insuficiência de poupança na economia brasileira é antigo e recorrente nas análises convencionais que se baseiam em fundamentos teóricos neoclássicos. Entretanto, o exame dos fatos estilizados do período recente mostra que as regularidades macroeconômicas relativas ao comportamento da poupança no Brasil não são compatíveis com as concepções pré-keynesianas. Não é surpreendente que seus proponentes os considerem, frequentemente, como *puzzles*. Este artigo discute a problemática da formação e da alocação de poupança no plano teórico e analisa os determinantes das taxas de poupança agregada, a partir de sua desagregação por setores de atividade econômica. Os resultados mostram que os referenciais teóricos adequados para uma correta compreensão das relações entre poupança-investimento-crescimento econômico são os propostos por Keynes, Kalecki e Kaldor.

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 débitos.”

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

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

(Michal Kalecki, Teoria da Dinâmica Econômica, 1954)

O tema da poupança sempre foi controverso em Ciência Econômica e objeto de inúmeros debates entre as abordagens derivadas da teoria econômica convencional e aquelas propostas pela macroeconomia keynesiana e pelas teorias heterodoxas em geral. Embora as evidências empíricas recentes sejam, em sua maior parte, favoráveis às hipóteses e princípios teóricos não ortodoxos, a questão da poupança e de suas relações com o investimento inserem-se na problemática do crescimento e do desenvolvimento econômicos sem unanimidade no campo da análise teórica.

Formação e alocação de poupança são processos interdependentes que determinam as trajetórias de crescimento econômico e de acumulação de riqueza. É necessário, portanto, explicitar as condições estruturais que impactam a formação da poupança agregada e as formas possíveis de alocação dos recursos não-consumidos no plano dos agentes e setores econômicos. 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

1 Professor do Programa de Pós-Graduação em População, Território e Estatísticas Públicas da ENCE-IBGE e da Faculdade de Ciências Econômicas da UERJ.

2 Professor do Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Economia da Universidade Federal da Bahia.

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.

Este trabalho trata da problemática da formação e da alocação de poupança no plano teórico, considerando as abordagens neoclássica, keynesiana e kaleckiana. Em seguida, analisa os principais fatos estilizados do caso brasileiro, que é particularmente rico em regularidades macroeconômicas que desafiam o enfoque convencional da poupança. Busca analisar os determinantes estruturais e de longo prazo das taxas de poupança agregada, a partir de sua desagregação por setores e agentes econômicos.

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. 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 sabiamente 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 do ato de produzir e gerar renda sobre o ato de poupar.

Em *O Capital*, Marx mostrará que, embora uma acumulação prévia de riquezas nas mãos dos proprietários de capital (a burguesia europeia em ascensão) tenha sido uma condição necessária para o surgimento do modo de produção capitalista, a chamada acumulação primitiva de capital recorreu a diversas práticas violentas de pilhagens e expropriação pura e simples dos recursos e riquezas da população europeia em geral e das colônias do “novo mundo”, em particular. A concepção romântica e ingênua do poupador como agente do progresso omite a cruel realidade do uso da força bruta, do poder de classe e da mobilização dos Estados nacionais com vistas a garantir a acumulação de capital – a formação prévia de poupança - que implodiu o sistema econômico feudal, dando nascimento ao novo sistema movido pelo lucro mercantil.³

Por seu conteúdo apologético, as análises neoclássicas mantêm os obstáculos epistemológicos gerados pelo positivismo em suas proposições e hipóteses teóricas⁴. Se obrigam assim a desprezar a problemática da demanda efetiva e os efeitos de composição (*the paradox of thrift*). Praticam assim

³ Observa HARVEY (2011; 2013), seguindo os passos de Rosa Luxemburgo, que, como a natureza e lógica do capitalismo o faz um modo de produção onde a acumulação de capital tem de ser incessante, esse sistema frequentemente recorre ao processo de **acumulação por espoliação** (forma atual da acumulação primitiva de capital) quando as possibilidades normais de revalorização se esgotam ou são postas em cheque por fatores extra-mercantis ou político-institucionais..

⁴ O conceito de obstáculo epistemológico utilizado aqui é o definido por Bachelard.

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 desta introdução, o texto está estruturado como segue. A seção 2 expõe a definição de poupança e os enfoques teóricos clássico e neoclássico em confronto com as abordagens keynesiana e kaleckiana. A seção 3 explicita os limites da abordagem convencional e suas consequências. A seção 4 aborda o problema fundamental da poupança e suas implicações. A seção 5 descreve os principais fatos estilizados da evolução recente da economia brasileira à luz das teorias keynesianas e kaleckianas. O artigo é concluído pela seção 6, que reúne os principais resultados.

2. Poupança: conceitos e enfoques teóricos

Como fluxo correspondente à diferença entre a renda disponível dos agentes econômicos e seu consumo final em bens e serviços, a definição de poupança pode ser considerada consensual. Em geral, as controvérsias derivam das dificuldades teóricas que surgem quando se combinam variáveis de fluxo com variáveis de estoque, no contexto das relações investimento-poupança-crescimento econômico.

Em *A Further Elucidation of the Distinction between Savings and Investment*⁵, Keynes argumenta que “a **poupança** é um ato do consumidor individual, e consiste no ato negativo de abster-se de gastar no consumo a totalidade de sua renda correspondente. Já “o **investimento** é um ato do empresário, cuja função é a de tomar as decisões que determinam a quantidade da produção não-disponível para o consumo, e consiste no ato positivo de iniciar ou manter algum processo de produção, ou de reter bens alienáveis.” Esta definição de investimento é a mesma utilizada em Contas Nacionais e corresponde à formação bruta de capital fixo mais a variação de estoques. Porém, duas características podem ser destacadas:

- a) Keynes argumenta que são as decisões empresariais de investimento que determinarão a parcela do produto que não estará disponível para consumo. Em outros termos, **são as decisões de investir que determinarão o fluxo de poupança**. Em seguida, sustenta a proposição de que poupar surge como um ato “negativo” e investir como um ato “positivo”. As expressões “negativo” e positivo” só podem ser adequadamente compreendidas numa perspectiva agregada ou macroeconômica, mas não microeconômica (como fazem sistemática e a-criticamente as análises convencionais derivadas da teoria neoclássica, mas também da economia política clássica, notadamente, smithiana).
- b) Keynes reconhece que economias capitalistas são economias voltadas para o consumo, para a busca do maior valor abstrato de troca possível (na terminologia marxista) ou para a maximização

⁵ *Treatise on Money* – CWJMK, Londres, Macmillan, 1971.

de lucro (na terminologia microeconômica neoclássica) e restrições ao consumo implicam perdas aos produtores, empresários e comerciantes. Poupar é subtrair demanda e, portanto, reduzir as vendas e o faturamento empresarial. Num sistema que se mobiliza continuamente para implementar diversas estratégias de marketing e de obsolescência tecnológica planejada para estimular e manter elevado o nível de consumo das famílias (e também do governo), programas de incentivo à poupança entram em contradição direta com os objetivos empresariais do setor produtivo. Entretanto, podem estar em conformidade com os interesses do setor bancário-financeiro. Mas, nesse caso, o acúmulo de poupanças em ativos financeiros não promoverá, necessariamente, a elevação da taxa de investimento da economia.

Não é sem razão que rótulos como “sociedade de consumo”, “sociedade consumista”, ou afins, foram banalizados na mídia e na literatura. 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 de consumo e de investimento. Só pode surgir como um resultado da produção, da geração e da apropriação da renda e não como sua causa primeira.

Por outro lado, o investimento surge como um ato positivo do empresário, pois permitirá manter a capacidade produtiva instalada ou ampliá-la em resposta aos excessos de demanda. Trata-se também de um gasto, mas de um gasto produtivo porque implica aquisição de capital fixo necessário ao funcionamento das estruturas de produção e de distribuição. Então, “positivo” aqui significa **produtivo**, pois contribuirá para elevar o produto e a renda agregada, possibilitando a acumulação de capital e o crescimento econômico. Significa injeção de recursos na circulação monetária e mercantil, enquanto o ato de poupar significa vazamento, saída de recursos da circulação monetária e mercantil e, portanto, redução da demanda efetiva, redução das vendas e, conseqüentemente, do faturamento empresarial.

No capítulo 6 da Teoria Geral, Keynes retoma as definições de poupança e de investimento. Argumenta que a “(...) poupança significa o excedente do rendimento sobre os gastos de consumo. (...) embora o montante da poupança seja o resultado do comportamento coletivo dos consumidores individuais, e o montante do investimento resulte do comportamento coletivo dos empresários, estes dois montantes são, necessariamente, iguais, visto que qualquer deles é igual ao excedente da renda sobre o consumo.” Nesta passagem ainda não aparece a questão da causalidade entre as duas variáveis, porém, mais adiante, ele vai expor que a causalidade vai do investimento para a poupança e não o contrário: “A poupança, de fato, não passa de um simples resíduo. As decisões de consumir

e as decisões de investir determinam, conjuntamente, os rendimentos⁶. Presumindo que as decisões de investir se tornem efetivas, é forçoso que elas restrinjam o consumo ou ampliem a renda. Assim sendo, **nenhum ato de investimento, por si mesmo, pode deixar de determinar que o resíduo ou margem, a que chamamos poupança, aumente numa quantidade equivalente.**⁷

Ele procurará mostrar que decisões de consumir e decisões de investir possuem primazia em relação às decisões de poupar. Não se pode poupar o que não se ganha; 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 que seu efeito é reduzir o produto e a renda agregada, desestimulando o investimento produtivo.

Ao reduzir a demanda efetiva, o esforço de poupança implicará perdas óbvias para os produtores-empresários que adiaram seus projetos de investimento, em razão da queda nas vendas e no faturamento. E continua Keynes, “(...). Os montantes de renda agregada e da poupança agregada são *resultados*⁸ da livre escolha dos indivíduos sobre se consumirão ou deixarão de consumir, sobre se farão ou não investimentos; porém, nenhum desses montantes logrará alcançar um valor independente que resulte de um grupo separado de decisões estranhas às que concernem ao consumo e ao investimento. De acordo com esse princípio, o conceito da propensão a consumir tomará, na continuação dessa obra, o lugar de propensão ou disposição a poupar.”

Em outros termos, o ato de consumir é prioritário, notadamente, quando se trata dos bens e serviços fundamentais e que, por isso, são inadiáveis por serem condição da sobrevivência humana. Os bens de luxo ou aqueles que não integrem a cesta de primeira necessidade poderiam ser adiados em prol da poupança; mas, nesse caso, implicariam perdas diretas para seus produtores e portanto, transferência de renda dos empresários para os poupadores, sem que a taxa de poupança agregada suba. Consequentemente, justifica-se assim o estatuto teórico do investimento como variável-chave na dinâmica das economias capitalistas, tanto em Keynes, quanto em Kalecki.

As abordagens clássica e neoclássica se equivocam ao fazerem coincidir o conceito de acumulação de capital (a variação de um estoque específico que é tanto causa como resultado do crescimento econômico) com o fluxo de poupança. Para essa visão convencional, o ato de poupar implica automática e necessariamente, a elevação da taxa de acumulação de capital, sem se preocupar em fazer a devida distinção entre as formas possíveis de alocação dos recursos disponíveis não-

⁶ Tal como em Kalecki, pois os lucros são determinados pelos gastos em consumo e investimento.

⁷ Os grifos são nossos.

⁸ Os grifos são de Keynes.

consumidos (poupados) e o processo de formação da poupança agregada. Para Smith, “os capitais são aumentados pela parcimônia e diminuídos pelo esbanjamento e pela má administração. Tudo aquilo que uma pessoa economiza de sua renda, ela o acrescenta ao seu capital. (...) **a parcimônia, e não o trabalho, é a causa imediata do aumento do capital**⁹. Com efeito, o trabalho fornece o objeto que a parcimônia acumula. Com tudo o que o trabalho consegue adquirir, se a parcimônia não economizasse e não acumulasse, o capital nunca seria maior.”¹⁰

Em suma, a riqueza, o aumento do capital, só é possível graças à propensão a poupar de indivíduos cautelosos quanto ao futuro e desejosos de adiar suas decisões de consumo corrente 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, a priori, para ser constituído, em sua totalidade, de ativos fixos produtivos geradores de renda e de capacidade produtiva, condições que são incontornáveis para a elevação da riqueza da sociedade.

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 automática e simultaneamente 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”.

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 sempre a mesma racionalidade econômica e estratégias empresariais, apesar de operarem em setores de atividade completamente díspares em seus ativos e passivos. Não percebem assim que variações da taxa de poupança familiar podem ter efeitos contrários 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.

⁹ Os grifos são nossos.

¹⁰ “A Riqueza das Nações – uma investigação sobre sua natureza e suas causas, volume I.

Este é um dos resultados possíveis num mundo abstrato funcionando sob a lei dos mercados de Say. Quando a oferta cria sua própria procura, não há espaço para a acumulação monetário-financeira que não implique investimento produtivo e, então, acumulação de capital fixo e crescimento econômico. Não há possibilidade de crises de liquidez ou de superprodução, pois os “vazamentos” representados pelas poupanças necessariamente retornam à circulação monetária e financeira sob a forma de investimento.

Do ponto de vista analítico, o individualismo metodológico dessa tradição teórica¹¹ 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 possa contribuir para aumentar seus estoques de riqueza, esse resultado será sempre dependente das condições macroeconômicas e institucionais vigentes.

Em função do tipo de ativo em que os recursos disponíveis não-consumidos são alocados, a acumulação de poupanças por parte de um agente ou setor econômico pode ocorrer às expensas das poupanças ou das rendas de outros agentes ou setores. O resultado no plano agregado será a constância da taxa macroeconômica de poupança ou a sua queda. Isso ocorre porque os fluxos de renda não-consumidos podem ser acumulados em um leque amplo de diferentes ativos, tanto reais quanto financeiros, disponíveis aos detentores de capital. Grande parte deles não se vinculam a nenhuma operação de financiamento da formação bruta de capital fixo produtivo e portanto, não elevam a taxa de poupança nacional.

Por esta razão, o mero adiamento das decisões de consumo não implica, necessariamente, a elevação da taxa de investimento, podendo mesmo provocar sua queda. Como observa Keynes, “(...) a proporção da produção total que será disponível foi determinada, inequivocamente, pelo montante do investimento que os empresários resolveram fazer. Dessa forma, quando ocorre um investimento positivo, o consumo é menor do que a produção independentemente do volume da poupança.” Porém, continua Keynes, “quando o investimento é negativo, o consumo excede a produção, também independentemente do volume da poupança. Em resumo, **“o aumento ou a redução do capital, depende do montante do investimento, e não do montante da poupança.”** E, na Teoria Geral, argumenta, **“A poupança, de fato, não passa de um simples resíduo. As decisões de consumir e as decisões de investir determinam, conjuntamente, os rendimentos.”**¹² Presumindo que as

¹¹ Trata-se do **individualismo metodológico** – terminologia proposta por Schumpeter – da tradição neoclássica que consiste em inferir resultados macroeconômicos diretamente da agregação mecânica de comportamentos microeconômicos de firmas e consumidores. Nesse contexto, o que vale para o agente individual, vale também para o plano agregado da economia, sem nenhuma mediação teórica entre os níveis micro e macroeconômico.

¹² Os grifos são nossos.

decisões de investir se tornem efetivas, é forçoso que elas restrinjam o consumo ou ampliem a renda. Assim sendo, nenhum ato de investimento, por si mesmo, pode deixar de determinar que o resíduo ou margem, a que chamamos poupança, aumente numa quantidade equivalente.”

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.”

A seguir, Keynes 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: “ao mesmo tempo, 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 nessa passagem, o termo “individualmente” porque, 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 propriedade 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, “(...)”, 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.**”¹³

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. Continua o autor: “Não é preciso haver sentimento de paradoxo a este respeito, quando lembramos que **a renda não inclui lucros e perdas extraordinárias, que são estas que representam a misteriosa diferença entre a poupança e o valor do investimento**”¹⁴. Este é o ponto vital a ser apreciado. O ato de poupança de um indivíduo pode resultar tanto no aumento dos investimentos como no aumento do consumo dos indivíduos que constituem o resto da comunidade. A realização do ato de poupar não constitui em si qualquer garantia de que o estoque de bens de capital aumentará na mesma proporção.”

O caso brasileiro constitui um exemplo notável dessa argumentação, uma vez que os recursos disponíveis não-consumidos podem contar com uma 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 nesse contexto 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.

Keynes propõe então um exemplo hipotético de uma sociedade em que as autoridades governamentais introduzem uma campanha para incentivar a população a poupar. Porém, por razões já descritas acima - entre elas a redução das expectativas de lucro dos empresários, ao tomarem conhecimento de que a população iria, a partir de agora, consumir menos de seus produtos – não ocorre 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 de economia, ou seja, em razão do estímulo à poupança. Disto resultará um excesso de produção que levará a uma queda dos preços dos produtos. Keynes então argumenta, “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

¹³ Os grifos são nossos.

¹⁴ Os grifos são nossos.

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.**¹⁵ Ressalte-se que este último aspecto relaciona-se à problemática que se instaura pela vigência de um processo particular de financeirização da economia brasileira atual. Mais adiante, essa questão será retomada.

Keynes conclui então 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.”

3. Limitações da abordagem convencional

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 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 os modelos da renda permanente (Friedman, 1957) e do ciclo de vida (Modigliani, 1964).

Keynes, porém, reconhece que o mundo econômico em que realmente se vive é caracterizado pela incerteza quanto ao futuro e seria vão querer fazer planos bem elaborados de consumo intertemporal onde tudo seria eficientemente decidido *ex ante*. Em consequência, a poupança surge em Keynes como variável residual, correspondente ao montante disponível após realizadas as necessidades 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.

¹⁵ Os grifos são nossos.

Para a teoria neoclássica, a poupança é função das taxas de juros, mas a direção de causalidade entre as duas variáveis permanece dúbia. Se são os aumentos das taxas de juros que promovem a poupança ou se são os aumentos na poupança que reduziriam as taxas de juros. Por outro lado, os aumentos nos fluxos de poupança – inclusive os promovidos pelo recurso à poupança externa – deveriam levar à queda das taxas de juros. A economia brasileira na década de 1990, ilustra bem o contrário. A absorção de poupança externa foi impulsionada tanto pela vigência de taxas de juros muito acima dos padrões internacionais, quanto pelas facilidades institucionais concedidas ao capital estrangeiro durante o processo de privatização. A poupança externa cresceu ao longo desse período sem acarretar reduções das taxas de juros para patamares próximos à média internacional.

Como os recursos disponíveis não-consumidos podem ser alocados em diferentes ativos (reais e financeiros), não há garantias de que o “sacrifício do consumo presente em prol do consumo maior no futuro”, tal como se depreende da teoria do ciclo de vida, implique, necessariamente, expansão dos níveis de renda e de acumulação de capital. Este é um dos principais resultados de um enfoque teórico não-neoclássico, baseado nas contribuições de Keynes, mas também nas de Kalecki: **as modalidades possíveis de alocação da poupança são determinantes de seu ritmo de formação. É o tipo de ativo em que os recursos disponíveis não-consumidos são acumulados que explicam o comportamento da taxa de poupança agregada e não a mera abstinência do consumo presente em favor do consumo futuro.** Os processos de alocação e de formação da poupança estão imbricados nas estruturas de acumulação de capital e uma análise consistente dos determinantes do investimento (produtivo) não pode se furtar a considerar essas interdependências macroeconômicas.

Nas economias reais, os aumentos das taxas de juros promovem a transferência de renda dos agentes deficitários (devedores) para os agentes superavitários (credores), deixando inalterada a taxa de poupança agregada. Parte da riqueza ou dos fluxos de renda é transferida para outros agentes e classes sociais, sem que a taxa de poupança macroeconômica tenha, necessariamente, se elevado por isso. Se houver contração significativa do investimento - o que normalmente ocorre - e o Estado não empreender nenhuma política compensatória, o resultado será uma queda no ritmo de crescimento econômico e na taxa de poupança macroeconômica.

4. O problema fundamental da poupança

O problema fundamental da poupança pode ser assim enunciado: **como compatibilizar a demanda de liquidez e rentabilidade dos detentores de capital, poupadores, com as imobilizações de recursos necessárias aos projetos de investimento produtivo, pois estes últimos implicam perda de liquidez e aumento do grau de risco e incertezas inerentes aos ativos fixos?**¹⁶

¹⁶ Essa questão encontra-se em AGLIETTA (2000), numa formulação análoga.

O circuito bancário e financeiro da poupança deveria viabilizar a transformação de ativos financeiros líquidos em ativos fixos produtivos como pressuposto da elevação das taxas de poupança de longo prazo. Entretanto, como esse processo implica alterações do grau de liquidez das carteiras de ativos e, conseqüentemente, a não-neutralidade da moeda, a transformação dos fluxos de recursos não-consumidos – a poupança – em base para o financiamento do investimento pode não ocorrer. Não há nenhum mecanismo puramente mercantil e monetário-financeiro que possa, espontânea ou automaticamente, viabilizar essa intermediação, compatibilizando os planos individuais de poupança com os projetos e decisões de investidores em ativos fixos produtivos (empresários). São necessárias condições estruturais e arranjos institucionais específicos para isso. Entretanto, estas não surgem do cálculo microeconômico individual, pois não podem ser diretamente derivadas dos comportamentos otimizadores de agentes isolados, como suposto pelas concepções pré-keynesianas.

Como agravante, tem-se que o grau de liquidez de um ativo não depende somente de suas características microeconômicas. Depende, também, das especificidades institucionais que regulam suas transações, permanecendo por isso fortemente condicionado pelo ambiente macroeconômico, estrutural e legal vigente (AGLIETTA, 2001). Mais tecnicamente, a liquidez de um ativo é função do regime monetário-financeiro vigente, de suas características institucionais e das modalidades de interação com as atividades produtivas.

4.1 Poupança e riqueza: conceitos diferentes mas interdependentes

Como todo fluxo de renda gerado pelo sistema econômico, a poupança será alocada em um ativo que permitirá sua acumulação ao longo do tempo, convertendo-se então num estoque de riqueza.

4.2 Formas produtiva e improdutiva da poupança e a contradição micro-macro

A questão fundamental na abordagem da poupança e de suas interdependências macroeconômicas e setoriais com o investimento pode ser expressa da seguinte maneira: **as formas de alocação dos recursos disponíveis não-consumidos não são neutras com relação à taxa de poupança agregada, porque a alocação e a formação da poupança são processos interdependentes que se determinam mutuamente ao longo do tempo.**

Desde que o regime macroeconômico permaneça estável, os planos individuais de poupança podem concorrer para a acumulação de riqueza no nível do agente econômico considerado. No entanto, essa acumulação financeira não implica, necessariamente, expansão do investimento produtivo no plano macroeconômico ou agregado, pelas razões já apontadas.

Os fluxos de renda poupados, mas alocados nas transferências de propriedade de ativos já existentes definem a **poupança improdutiva**. O adjetivo “improdutiva” não significa que esses fluxos de renda não-consumidos estejam associados a aplicações inúteis ou não rentáveis para os detentores individuais de capital. Pelo contrário, podem mesmo proporcionar ganhos reais e liquidez

suficientemente atrativos para os proprietários desses ativos, porém dissuadindo-os das imobilizações mais arriscadas em atividades diretamente produtivas. A poupança é improdutiva porque seus objetivos e operações financeiras que implica - dadas as características dos ativos em que foi alocada - não promovem a elevação do nível de produto e de riqueza da sociedade, uma vez que não resultam em nenhuma criação de ativos novos, necessários à acumulação de capital fixo porodutivo. Com essa modalidade de alocação, a poupança agregada ou macroeconômica permanece inalterada, mudando-se apenas os direitos de propriedade sobre os ativos transacionados.

A poupança destinada ao financiamento da formação bruta de capital fixo das empresas (investimento produtivo) definirá a **poupança produtiva**, na medida em que expande os níveis de produto, renda e de riqueza da sociedade como um todo. É por esta razão que para Aglietta (2001), a finança não é neutra, mesmo no longo prazo, porque ela influencia a alocação dos recursos não-consumidos entre essas duas modalidades de poupança. Por isso, **em crescimento econômico endógeno, o deslocamento da poupança para suas formas improdutivas afeta desfavoravelmente a taxa de crescimento da economia**, tal como Kalecki já havia constatado. Isso justifica a ênfase dada pelos estudos sobre financeirização aos determinantes do investimento num ambiente macroeconômico subordinado à racionalidade da acumulação rentista-patrimonial.

4.3 A centralidade da poupança empresarial em Kalecki

Diferentemente de Keynes, Kalecki abordará a questão da poupança em suas inter-relações setoriais ou por agentes econômicos e não apenas de forma agregada.

Considerando-se o produto pela ótica dos gastos $Y = C + I + G + (X - M)$ - em que C , I , G , $(X-M)$ são, respectivamente, o consumo agregado, o investimento, os gastos do governo incluindo os pagamentos de juros e o saldo do balanço de pagamentos em transações correntes. E em seguida, pela ótica das remunerações, $Y = \Pi + W + T$, em que Π , W e T são, respectivamente, a massa de lucros, a massa salarial 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:

$\Pi^R = (C_k - \Pi^D) - S_w + I - S_g - S_e$. Em que S_w , S_g e S_e , são, respectivamente, a poupança dos assalariados, a poupança do governo e a poupança externa (contabilmente equivalente ao saldo em transações correntes com o sinal contrário). $S_k = C_k - \Pi^D$ é a poupança das famílias capitalistas, proprietárias e acionistas. Então:

$$\Pi^R = I - S_k - S_w - S_g - S_e \quad (1)$$

Esta formulação mostra que, para uma dada taxa de investimento, 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 empresarial. Ela também mostra que uma abordagem consistente da poupança não pode tratá-la 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 clássicos e neoclássicos e portanto, pré-keynesianos e pré-kaleckianos.

Nesse contexto macroeconômico, o lucro empresarial pode elevar-se sob três condições: a) sob a hipótese (muito pouco realista numa economia mundial financeirizada) de que as poupanças das famílias e/ou do governo e/ou externa são canalizadas predominantemente para o financiamento da formação bruta de capital fixo das empresas. Condição que pressupõe a existência de um sistema bancário-financeiro que efetivamente possa intermediar a oferta e demanda de fundos para investimento de longo prazo nas atividades produtivas; b) as taxas de poupança das famílias capitalistas, assalariadas, do governo e externa baixarem o suficiente para estimular a demanda efetiva; e c) a taxa de investimento aumentar, dadas as taxas de poupança das famílias, do governo e externa. Mas este caso pressupõe que as expectativas de lucro por parte das empresas sejam otimistas. Porém, como o seriam se a demanda e o consumo não crescerem?

Tal como destacado por Keynes, a equação (1) com base em Kalecki, também mostra o lugar estratégico do investimento para a geração de lucros e, portanto, para a atividade empresarial que promoverá o crescimento econômico e a acumulação de capital. Entretanto, o processo de financeirização que caracteriza as economias atuais (com exceção dos países asiáticos que mais crescem no mundo) 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. 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. Por esta razão as taxas de poupança das famílias vêm baixando desde o final da década de 1980 na economia mundial e no Brasil desde finais dos anos 1990 (ver Aglietta, 2001, sobre esse fenômeno). **A financeirização implica aumento da poupança improdutiva às expensas da formação de poupança produtiva e, então, às custas de uma menor taxa de investimento, uma vez que esse processo eleva a preferência pela liquidez dos poupadores a um paroxismo.**

Considerando por hipótese que $S_w = 0$, isto é, que os trabalhadores assalariados gastam tudo o que ganham em bens de consumo e não desagregando a massa de lucros (Π), em Π^R e Π^D , chega-se a sua formulação mais conhecida, pois

$$\Pi = \Pi^R + \Pi^D = I + C_k - S_g - S_e \quad (2) \quad \text{ou}$$

$\Pi = I + C_k + DP + TC$ (3), em que C_k , DP e TC são, respectivamente, o consumo dos capitalistas, o déficit público ($G - T$) e o superávit do balanço de pagamentos em transações correntes ($X - M$). 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, nessa formulação, o lucro empresarial total simplesmente se reparte em investimento, consumo das famílias capitalistas ou são absorvidos pelos montantes correspondentes à poupança do governo e à poupança externa. Entretanto, Kalecki argumenta que os empresários podem decidir o quanto investirão no ano seguinte, mas não podem decidir o quanto serão seus lucros (base da poupança empresarial). Então a causalidade vai do investimento para a poupança empresarial e não o contrário. Quanto ao consumo capitalista, C_k , é uma variável que também depende dos lucros obtidos em períodos anteriores. Por esta razão, a variável-chave para a dinâmica das economias capitalistas é o investimento, e não a poupança.

Se for considerada a hipótese de que $0 < S_w < S_\Pi$, 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 formulação kaldoriana para poupança macroeconômica: $S = s_\Pi \cdot \Pi + s_w \cdot W$.

5. Fatos estilizados da evolução recente da economia brasileira

A economia brasileira é particularmente notável em fatos estilizados relativos à poupança e às contradições entre a formação das poupanças familiar e empresarial. As hipóteses teóricas keynesiana, kaleckiana e kaldoriana são suportadas pelas evidências empíricas disponíveis, enquanto as hipóteses neoclássicas e suas derivações contemporâneas permanecem insatisfatórias para explicar muitas das regularidades macroeconômicas observadas. Não é surpreendente que muitas análises que nelas se baseiam, frequentemente os classifique como “puzzles”, diante das dificuldades flagrantes para enquadrá-los em sua estrutura conceitual e princípios teóricos.

5.1 A absorção de poupança externa e regime de crescimento

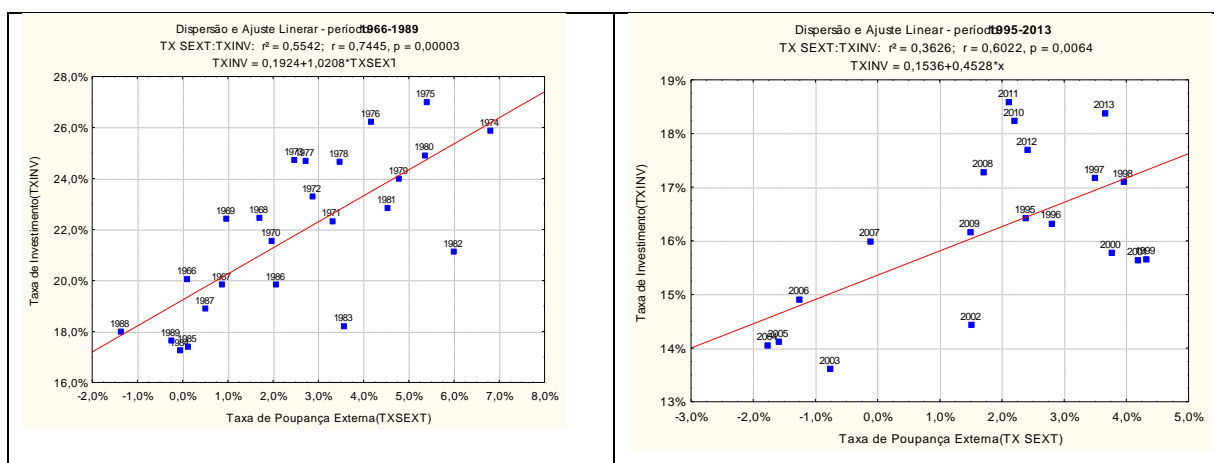
O recurso à poupança externa como complemento ao financiamento do investimento tem implicações diferentes em função das características do regime de crescimento econômico vigente. Uma das componentes-chave do regime de crescimento brasileiro é a forma institucional de inserção internacional. Essa componente ocupa um lugar central na promoção das transformações estruturais que modificaram o padrão de acumulação de capital no Brasil.

A Figura 1 apresenta dois gráficos de dispersão para as variáveis poupança externa e investimento em dois períodos da evolução da economia brasileira. Em ambos, o investimento encontra-se positivamente correlacionado com a poupança externa. Mas, no primeiro, entre 1966 e 1989, período pré-liberalização, a taxa de investimento responde elasticamente às variações da

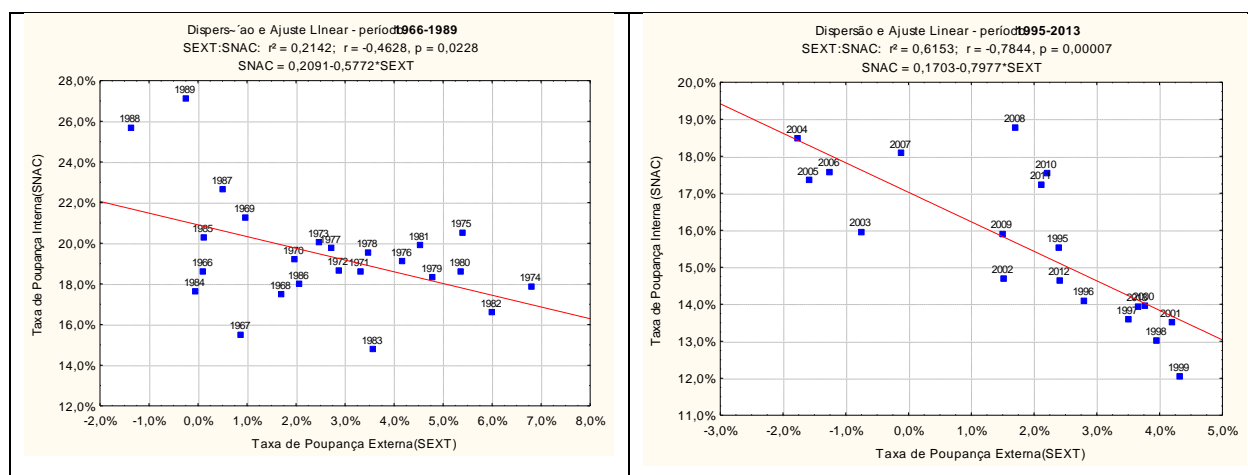
poupança externa ($\varepsilon = 1,0208$); quanto maior a poupança externa, maior o investimento, de tal modo que, em média, uma elevação de 10% na taxa de poupança externa, aumenta a taxa de investimento em 10,21%. Uma expressão de que a maior parte dos recursos externos absorvidos foram alocados em ativos fixos produtivos. Entretanto, no segundo período, 1995-2013, pós-liberalização, embora o investimento permaneça positivamente correlacionado à poupança externa, ele se torna inelástico às variações desta última ($\varepsilon = 0,4528$). Observa-se ainda quedas no p-valor do teste, no R^2 e no R. Nesse período atual, um aumento de 10% na taxa de poupança externa, tende a expandir a taxa de investimento em apenas 4%. A explicação reside nas características da atual forma de inserção internacional do Brasil, cuja configuração institucional tem promovido a revalorização financeira em detrimento do investimento. Tem favorecido mais a absorção de capitais de curto prazo atraídos pelas taxas muito elevadas de juros brasileiras do que os capitais de risco, voltados para as imobilizações de capital necessárias à expansão da capacidade produtiva instalada. A composição da poupança externa absorvida pela economia brasileira mudou em razão do ambiente macroeconômico muito mais propício à acumulação financeira e rentista dos capitais de curto prazo.

Na Figura 2, a relação macroeconômica investigada é entre a poupança externa e a poupança interna. Em ambos os períodos pré e pós-liberalização há substituição de poupança interna por poupança externa, pois as elasticidades estimadas são negativas reforçando a crítica ao crescimento com poupança externa, realizada por Bresser-Pereira e Gala(2007). No entanto, enquanto no primeiro período a elasticidade é -0,5772, na atual forma de inserção internacional, o valor atinge a cifra de -0,7977, com o coeficiente de correlação ainda maior e mais significativo, bem como o R^2 . Agora, um aumento de 10% na absorção de poupança externa reduz, em média, a taxa de poupança interna brasileira em praticamente 8%.

FIGURA 1– INVESTIMENTO E POUPANÇA EXTERNA NOS PERÍODOS 1966-1989 E 1995-2013



FONTE: Elaboração própria com base nos dados do IBGE, BCB e IPEA DATA.

FIGURA 2 – POUPANÇA EXTERNA E POUPANÇA INTERNA NOS PERÍODOS 1966-1989 E 1995-2013

FONTE: Elaboração própria com base nos dados do IBGE, BCB e IPEA DATA.

Certamente, esta não é uma estratégia consistente de elevação da poupança agregada da economia brasileira, se se aceita o argumento neoclássico de que a poupança deve preceder o investimento e há insuficiência de poupança interna, tornando-se necessário requisitá-la do exterior. Na realidade, este é um resultado direto de um padrão de inserção internacional focado na dimensão financeira da abertura e não na dimensão comercial através do desenvolvimento de bases industriais competitivas e promotoras de exportações de mais alto valor agregado. É portanto, um resultado endógeno a um modelo econômico típico de uma economia subordinada à acumulação financeira, cujas estruturas institucionais intensificam a substituição de poupança produtiva por poupança improdutiva, reproduzindo a tendência de baixo crescimento econômico e as baixas taxas de poupança da economia brasileira.

5.2 Financeirização, riqueza e formação de poupança

O desenvolvimento dos mercados financeiros globais têm permitido que as famílias detentoras de capital possam expandir seus níveis de consumo, para um dado nível de renda, em razão da inflação dos preços de ativos. Essa questão fora também analisada por Aglietta (2001) ao destacar que a globalização impulsionou a riqueza financeira das famílias levando a uma baixa de sua taxa de poupança.

Segundo o autor, para a compreensão das tendências da **poupança familiar (SFAM)** deve-se considerar que o comportamento patrimonial dos detentores de capital é influenciado pelas modulações do ambiente macroeconômico e financeiro. Considera-se a hipótese de que as famílias buscam manter constante a razão a entre seu **estoque de riqueza (RIQ)** e sua **renda disponível (RDB)**, porque elas ajustam seu grau de preferência pela liquidez em função das necessidades de consumo corrente e futuro; e do montante de ativos reais e financeiros que desejam manter $a = \frac{RIQ}{RDB}$

Os efeitos desse comportamento sobre a **taxa de poupança** $\left(\frac{SFAM}{RDB}\right)$ implica que as variações da riqueza familiar (ΔRIQ) sejam proporcionais às variações da renda familiar (ΔRDB). Numa perspectiva de longo prazo, em que os preços relativos são estáveis e a renda cresce a um ritmo regular - o horizonte temporal de estabilidade do regime de crescimento econômico - a variação do estoque de riqueza será igual ao fluxo de poupança ($\Delta RIQ = \Delta SFAM$). Segue-se que, como toda variável-fluxo, a poupança também pode ser calculada pela diferença entre estoques em dois momentos diferentes no tempo. A taxa de poupança familiar pode então ser escrita como $s = \frac{SFAM}{RDB} = \frac{\Delta RIQ}{RDB} = \frac{\Delta RIQ}{\Delta RDB} \frac{\Delta RDB}{RDB} = a \cdot \dot{y}$ onde \dot{y} é a taxa de crescimento da renda familiar. Aglietta argumenta então que a taxa de poupança deveria baixar no mesmo ritmo em que diminuir a renda das famílias. Porém, as evidências empíricas para os países da OCDE mostraram que o ritmo de queda da taxa de poupança foi bem inferior ao ritmo de queda da renda. A explicação está na elevação da razão desejada entre riqueza/renda a , de maneira a compensar a queda de **RDBFAM**, pois $s = a \cdot \dot{y}$.

Há então dois efeitos opostos da variação da riqueza das famílias que são ambos provocados pela liberalização financeira: a) o **aumento da razão desejada a faz aumentar a taxa de poupança s ou freia sua baixa quando o ritmo tendencial da renda real flexiona \dot{y}** ; b) o **aumento temporário da razão $\frac{RIQ}{RDB}$ acima do valor desejado a , sob efeito da elevação imprevista dos preços dos ativos – como a atual inflação de ativos financeiros – incita as famílias a pouparem menos, para fazer baixar sua taxa de poupança de maneira a reencontrar novamente a razão a desejada**. Para Aglietta, a não observância desses dois fenômenos opostos tem acarretado as maiores ambiguidades nos diagnósticos sobre o comportamento da poupança das famílias.

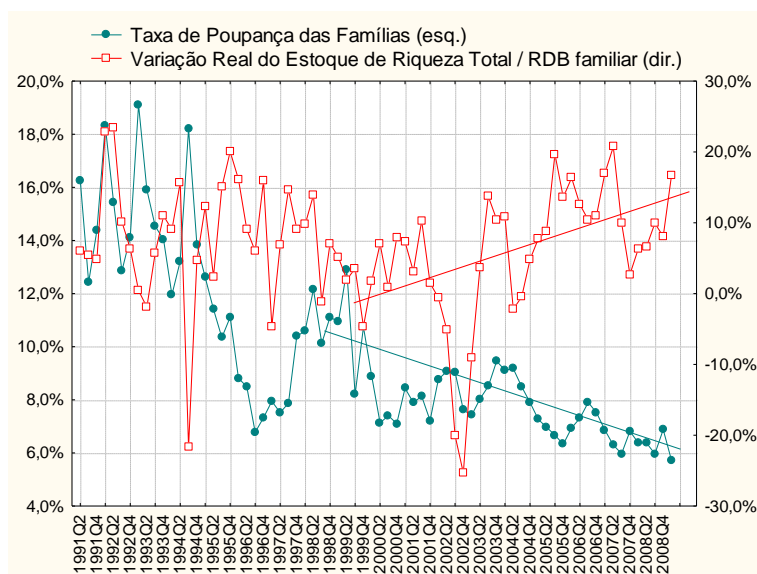
Os Gráficos 1 (taxa de poupança familiar v. variação da riqueza total) e 2 (propensão média a poupar v. taxa de financierização) mostram esse fenômeno para o caso brasileiro. A associação é nitidamente negativa a partir de 2004, quando a propensão a poupar das famílias declina à medida que cresce o estoque de riqueza financeira como proporção do estoque total de capital fixo produtivo. A taxa de financeirização é definida pela razão entre o estoque total de ativos financeiros não-monetários e o estoque total de capital fixo produtivo (máquinas, equipamentos, instalações e construções não residenciais).

Como destacaram BÉRUBÉ e CÔTÉ (2000), a taxa de poupança familiar calculada com os dados das Contas Nacionais pode não estar expressando o verdadeiro fluxo de recursos poupados, uma vez que não leva em conta as variações de ativos como os ganhos ou perdas de capital¹⁷. Essas

¹⁷ Como mostrado mais acima, essa é uma questão já levantada por Keynes no *A Treatise on Money*, 1930.

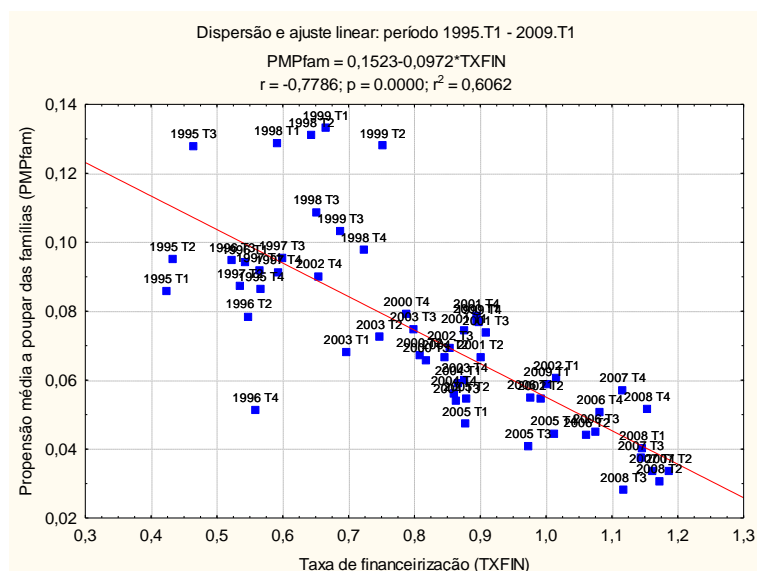
variações não afetam a medida de renda, mas podem ter um importante impacto no consumo das famílias. Por esta razão, a questão da relação entre riqueza e poupança familiar precisa ser considerada em toda análise que se pretenda pertinente para a compreensão das tendências recentes da poupança no Brasil. Ambos os gráficos mostram que aumentos nos estoques de riqueza financeira das famílias reduzem sua taxa de poupança. E num ambiente macroeconômico em que vigoram taxas reais de juros muito acima dos padrões internacionais, essa baixa tende ainda a ser maior porque a acumulação rentista e patrimonial se intensifica nesse contexto.

GRÁFICO 1 – TAXA DE POUPANÇA E ESTOQUE DE RIQUEZA DAS FAMÍLIAS (1991-2009)



NOTA: Elaboração própria com base nos dados do IBGE, Banco Central do Brasil e IPEA DATA.

GRÁFICO 2 – FINANCEIRIZAÇÃO E PROPENSÃO A POUPAR DAS FAMÍLIAS (1995-2009)



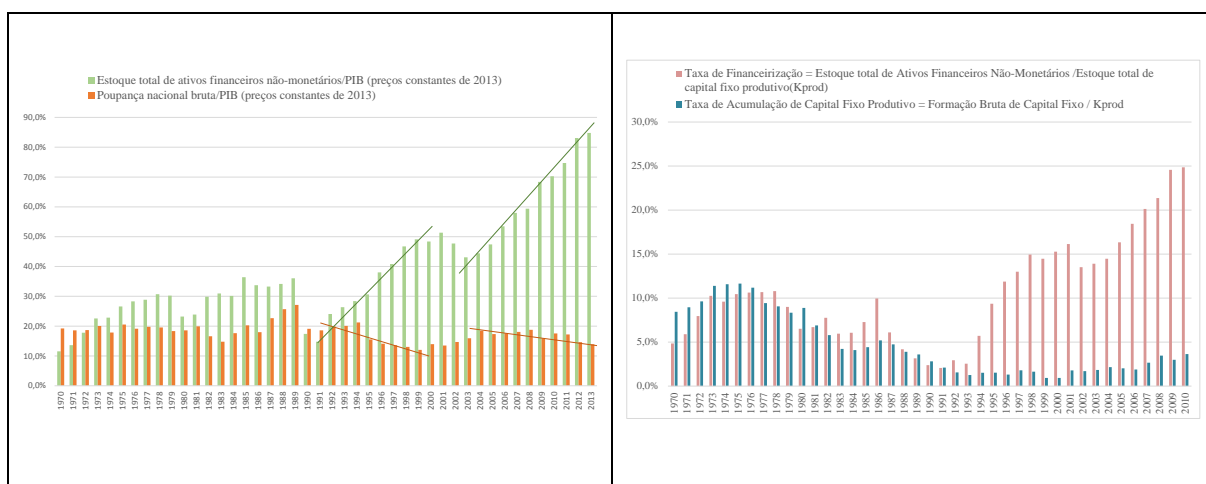
NOTA: Elaboração própria com base nos dados do IBGE, Banco Central do Brasil e IPEA DATA.

5.3 Um padrão de inserção internacional desfavorável à formação de poupança produtiva

Outro indicador relevante é o estoque total de ativos financeiros não-monetários como proporção do PIB e sua evolução juntamente com a da taxa de poupança nacional bruta. Esses ativos integram o estoque de riqueza das famílias e, segundo as relações macroeconômicas descritas acima, quando a razão desejada riqueza/renda se altera, as famílias ajustam sua taxa de poupança. Mas, por trás desse comportamento está também o processo de financeirização pela renda de juros que caracteriza a economia brasileira desde a década de 1990.

Na Figura 3, o primeiro gráfico mostra a riqueza financeira como proporção do PIB brasileiro, juntamente com a taxa de poupança interna entre 1970 e 2013. A partir de 1990, quando se inicia o novo padrão de inserção internacional do Brasil, é nítida a correlação inversa entre a taxa de poupança nacional e o estoque de riqueza financeira (notadamente nos subperíodos 1992-1999 e 2004-2013); a expansão dos ativos financeiro estão associadas às quedas das taxas de poupança nacional. No período pré-liberalização, 1970-1989, os níveis de riqueza financeira e de poupança permaneciam muito próximos, expressando a baixa taxa de substituição de poupança produtiva por poupança improdutiva.

FIGURA 3 – A SUBSTITUIÇÃO DE POUPANÇA PRODUTIVA POR POUPANÇA IMPRODUTIVA É NÍTIDA SOB O ATUAL PADRÃO DE INSERÇÃO INTERNACIONAL DO BRASIL



FONTE: Elaboração própria com base nos dados do IBGE, Banco Central do Brasil e IPEA DATA.

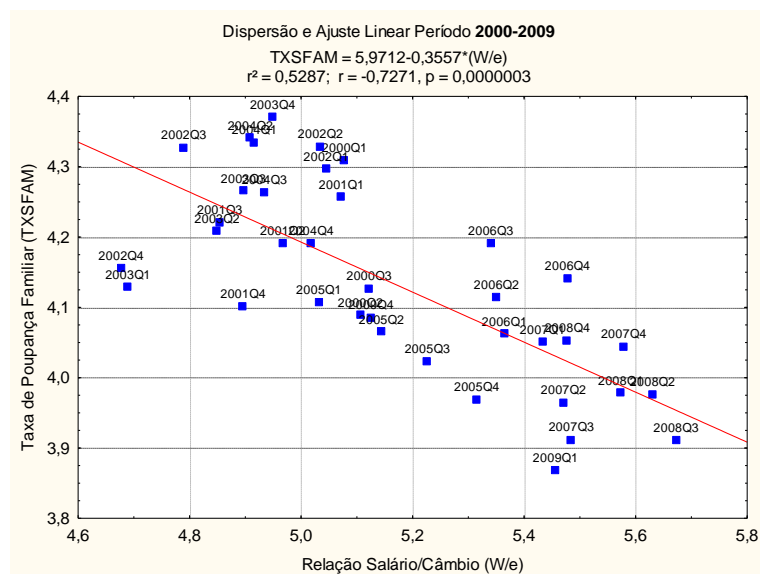
No segundo período, sob finanças liberalizadas, consolida-se um ambiente macroeconômico promotor da acumulação financeira com base no endividamento público interno, pois o Estado brasileiro torna-se o fiador dessa nova forma de inserção internacional. O estoque total de ativos financeiros não-monetários expande-se muito rapidamente como proporção do PIB (primeiro gráfico da Figura 3) e, também, como proporção do estoque total de ativos fixos produtivos (segundo gráfico da Figura 3). A taxa de financeirização plotada no segundo gráfico é uma medida do grau em que os ativos fixos produtivos que integram o imobilizado das bases produtivas foi substituído pelas alocações financeiras dos recursos poupados. Isso implica predomínio da poupança improdutiva

sobre a poupança produtiva. Por isso a taxa agregada de poupança não se eleva consistentemente na economia brasileira e não porque o Estado brasileiro seja demasiadamente grande e perdulário, tal como alegado pela vulgata. Pelo contrário, de acordo com o modelo de Kalecki, os aumentos da poupança do governo tenderiam a deprimir os lucros e, conseqüentemente, a poupança empresarial e, então, a taxa de investimento produtivo.

O verdadeiro problema é que o endividamento público interno não se destina a impulsionar nem o investimento do governo nem o investimento privado. Isto porque os recursos retirados via tributação ou captados pelo mercado de títulos públicos estão sendo canalizados, predominantemente, para a circulação bancária e financeira e alocados em ativos líquidos completamente desconectados das necessidades de formação bruta de capital fixo das atividades produtivas. Conseqüentemente, é a existência de um ambiente macroeconômico financeirizado que bloqueia a formação de poupança de longo prazo no Brasil, tornando os fundos para investimento produtivo dependentes dos arranjos institucionais subjacentes à tríade BNDES-BB-CEF. Sem o sistema público de empréstimo e financiamento de longo prazo, a economia brasileira tenderia à estagnação ou, na melhor das hipóteses, a permanecer sob trajetórias de baixíssimo crescimento econômico, insatisfatórias para um país ainda em desenvolvimento.

A elevação da razão salário/câmbio sob a atual forma institucional de inserção internacional do Brasil também está associada à queda taxa de poupança familiar (**Gráfico 3**). A apreciação cambial, sob finanças liberalizadas e predomínio da revalorização rentista em ativos líquidos de curto prazo, leva a uma expansão do consumo das famílias.

GRÁFICO 3 – TAXA DE POUPANÇA FAMILIAR E RELAÇÃO SALÁRIO/CÂMBIO (2000-2009)

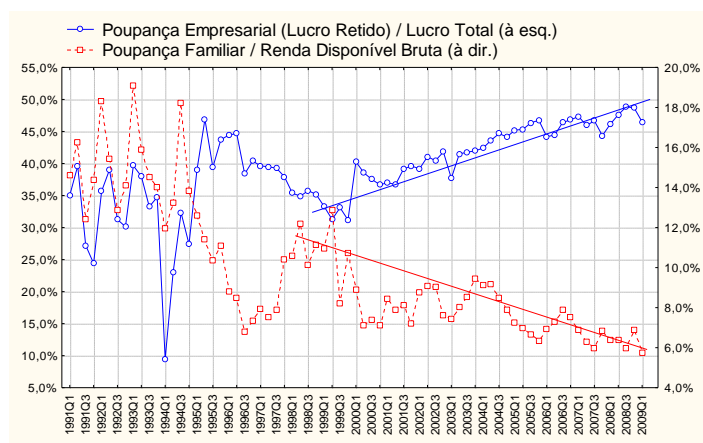


NOTA: Elaboração própria com base nos dados do IBGE, Banco Central do Brasil e IPEA DATA.

O Gráfico 4 mostra o comportamento kaleckiano entre as taxas de poupança familiar e a poupança empresarial, que apresentam-se negativamente correlacionada a partir de 1999, ou seja,

quedas da taxas de poupança das famílias estão associadas a aumentos da taxa de poupança empresarial.

GRÁFICO 4 – POUPANÇA EMPRESARIAL E POUPANÇA FAMILIAR (1991-2009)



NOTA: Elaboração própria com base nos dados do IBGE, Banco Central do Brasil e IPEA DATA.

Os quadros a seguir trazem os valores estimados para as elasticidades entre as variáveis determinantes da poupança. O quadro 1 mostra a elasticidade da poupança empresarial às variações da poupança familiar. Um aumento em 10% desta última tende a reduzir em 2% a poupança empresarial. Pelo Quadro 2, pode-se observar que o investimento responde negativamente à poupança das famílias (-0,3045) e positivamente à poupança empresarial (0,4157); evidências empíricas que reforçam os fundamentos teóricos keynesianos e kaleckianos. Pelo Quadro 2 observa-se que um aumento de 10% na poupança empresarial eleva, em média, em 4% o investimento. Enquanto um aumento de 10% na poupança familiar reduz em 3% a poupança das empresas.

QUADRO 1 – A RELAÇÃO ENTRE A POUPANÇA FAMILIAR E A POUPANÇA EMPRESARIAL (1994-2009)

Taxa de poupança empresarial (lucro retido/lucro total)	Taxa de poupança familiar
Elasticidade de curto prazo	-0,2028

Fonte: Estimções econométricas com base nos dados do IBGE, Banco Central do Brasil e IPEA DATA.

QUADRO 2 – A RELAÇÃO ENTRE A POUPANÇA FAMILIAR E O INVESTIMENTO (1994-2009)

Investimento (FBCF)	Taxa de poupança familiar	Taxa de poupança empresarial
Elasticidade de curto prazo	-0,3045	0,4157

Fonte: Estimções econométricas com base nos dados do IBGE, Banco Central do Brasil e IPEA DATA.

O Quadro 3 mostra que, no longo prazo, aumentos da taxa de juros Selic reduzem a taxa de poupança familiar (-0,27), tal como sustentado pela teoria macroeconômica keynesiana, mesmo que, no curto prazo, possam elevá-la por efeito de transferência de renda dos agentes deficitários para os detentores de títulos públicos. A expansão do crédito reduz as taxas de poupança enquanto aumentos da inflação as elevam.

QUADRO 3 – AS INFLUÊNCIAS DO CRÉDITO, DA INFLAÇÃO E DAS TAXAS DE JUROS SOBRE A POUPANÇA FAMILIAR (1994-2009)

Taxa de poupança familiar	Crédito às pessoas físicas	Inflação	Taxa de juros (Selic real)
Elasticidades de longo prazo	-0,67	0,60	-0,27

Fonte: Estimções econométricas com base nos dados do IBGE, Banco Central do Brasil e IPEA DATA.

No Quadro 4 foi estimada uma relação considerando os lucros e a massa salarial como variáveis explicativas, para se investigar os efeitos da distribuição funcional da renda sobre a formação da poupança privada (composta pela poupança empresarial mais a familiar). Os valores das elasticidades de longo prazo mostram a existência de uma relação kaldoriana, com a elasticidade-lucro da poupança privada igual a 0,79 e a elasticidade-salário igual a 0,18.

QUADRO 4 – POUPANÇA PRIVADA E DISTRIBUIÇÃO FUNCIONAL DA RENDA (2004-2009)

Poupança privada	Lucros	Salários
Elasticidades de longo prazo	0,7867	0,1777

Fonte: Estimções econométricas com base nos dados do IBGE, Banco Central do Brasil e IPEA DATA.

6. Conclusão: qual poupança é relevante para o desenvolvimento econômico?

A questão da poupança deve ser analisada numa perspectiva keynesiana e kaleckiana, uma vez que a visão convencional, derivada de pressupostos teóricos pré-keynesianos, revela-se insatisfatória para explicar os principais fatos estilizados da formação de poupança na economia brasileira. A baixa taxa de poupança da economia brasileira é endógena ao modelo econômico brasileiro atual. Resultado de um ambiente estrutural e macroeconômico desfavorável à alocação diretamente produtiva dos recursos disponíveis não-consumidos. Como tais fluxos de renda são absorvidos na circulação bancária e financeira de curto prazo, eles convertem-se em poupança improdutiva e essa retenção de liquidez gera uma escassez relativa de recursos para o investimento produtivo. A permanência das baixas taxas de poupança agregada na economia brasileira resulta da substituição de poupança produtiva por poupança improdutiva.

Para a visão convencional, as altas taxas reais de juros que ainda persistem na economia brasileira são um resultado necessário das baixas taxas de poupança interna, desconsiderando completamente os efeitos de composição (*the paradox of thrift*) e o modo como as formas de alocação dos recursos não consumidos é determinante das taxas de investimento e, em consequência, dos níveis de poupança agregada.

Nesse contexto, variáveis de estoques (ativos financeiros, ativos reais) e de fluxos (poupança, consumo, renda) se confundem sob o mesmo referencial teórico sem que as análises diferenciem poupança produtiva de poupança improdutiva. O que importa para esse tipo de abordagem são os

níveis de poupança, independentemente de sua forma de alocação, já que insistem em manter a homologia entre poupança e investimento presente no pensamento econômico clássico smithiano e ricardiano.

A racionalidade em um ambiente macroeconômico e estrutural caracterizado pelo predomínio da revalorização rentista e financeira dos capitais é abstraída e o estatuto teórico do conceito de financeirização (*financialization*) completamente eliminado do plano das análises.

As análises da poupança devem abordar a questão do ponto de vista setorial (famílias, empresas financeiras, empresas não-financeiras e governo). Esses setores apresentam comportamentos heterogêneos no que concerne às estruturas de ativos e passivos, e, conseqüentemente, especificidades quanto à formação e à alocação de poupança. A poupança familiar tende a surgir como uma barreira endógena para a expansão dos níveis de poupança empresarial, desestimulando o investimento e o crescimento econômico.

Não é surpreendente que políticas de estímulo à contenção do consumo com vistas à elevação das taxas de poupança possam ser contraditórias com a lógica e natureza das economias capitalistas. Estas economias são dinamizadas pelos gastos concretos dos consumidores e não por planos individuais de poupança e acumulação rentista, com base em ativos financeiros completamente desconectados das atividades produtivas. O princípio keynesiano da demanda efetiva, que surge como negação teórica da Lei dos mercados de Say, expressa portanto, características essenciais das economias reais.

Essas características decorrem das estruturas organizacionais e institucionais que suportam o padrão de acumulação de capital e de geração e distribuição da renda. A compreensão dos fatores que afetam a formação da poupança exige que se considere os conflitos distributivos interssetoriais, num enfoque que contemple a racionalidade própria a cada agente econômico.

Concepções morais acerca da poupança, que a valorizam como um meio louvável e certo, tanto para o desenvolvimento pessoal quanto da sociedade, devem ser consideradas em duas dimensões básicas: como projeto individual e gestão da carteira de ativos; e como estratégia do desenvolvimento econômico. Não há fundamento teórico que permita sustentar que a primeira garante, necessariamente, a viabilidade da segunda, porque isso vai depender das especificidades dos ativos envolvidos no processo de alocação e formação da poupança.

Nas economias capitalistas modernas caracterizadas por instituições financeiras tecnologicamente sofisticadas em seus produtos e serviços, incluindo-se os instrumentos avançados de crédito, a acumulação prévia de poupanças para financiar o investimento produtivo não é necessária. Também não é desejável, em vista da queda de demanda efetiva que provocará, reduzindo as expectativas de lucro empresarial e, em consequência, o investimento.

Bibliografia

- AGLIETTA, M. Macroéconomie financière, v.1 e v2.– La découverte, Paris, 2001
- ARAÚJO, E. BRUNO, M. PIMENTEL, D. Financialization against Industrialization: a regulationist approach of the Brazilian Paradox. *Révue de la Régulation*, 11 | 1er semestre / Spring 2012.
- BÉRUBÉ, G., CÔTÉ, D. Long-Term Determinants of the Personal Savings Rate: literature review and some empirical results for Canada. Bank of Canada Working Paper 2000-3, February 2000.
- BOYER, R. Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism ? A preliminary analysis. *Economy and Society*. Volume 29 number 1 february 2000 ;
- BRENNAN, David M. "‘Too bright for comfort’: a Kaleckian view of profit realisation in the USA, 1964–2009." *Cambridge journal of economics* 38.1 (2014): 239-255.
- BRESSER-PEREIRA, L.C. GALA, Paulo. Why foreign savings fail to cause growth. *Brazilian Journal of Political Economy*, vol. 27, n° 1 (105), pp 3-19, January-March/2007.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos e NAKANO, Yoshiaki. Crescimento econômico com poupança externa? *Revista de Economia Política*, 22(2) abril 2003 3-27.
- BRUNO, M. et al. Finance-Led Growth Regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. *Rev. Econ. Polit.* vol.31 no.5 São Paulo, 2011.
- COSTA, F.N. A Controvérsia sobre as Relações entre Investimento, Poupança e Crédito. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, 12(1): 56-72, 1991.
- GARCIA, Bibiana Medialdea. Subsedarrollo, capital extranjero y financiarización: la trampa financiera de la economía brasileña. Tesis doctoral, Departamento de Economía Aplicada I – Universidad Complutense de Madrid, Madrid, 2009;
- GUERRIEN, B. Dictionnaire d’analyse économique, La découverte, Paris, 2002.
- HEIN, E. , Shareholder value orientation, distribution and growth – short-and medium-run effects in a kalechian model. Viena University Departament of Economics Working Paper Series, March 2008.
- KALECKI, M. Economias em desenvolvimento. Vértice, SP. 1987.
- KALECKI, M. Teoria da dinâmica econômica. Ensaio sobre as mudanças cíclicas e a longo prazo da economia capitalista. Nova Cultural, SP. 1997
- KEYNES, J.M. A distinção entre poupança e investimento. In Keynes, Economia, Atlas, 1978
- KEYNES, J.M. A teoria geral do emprego do juro e da moeda. Nova Cultural, SP. 1988
- SKOTT, Peter and RYOO, Soon. Macroeconomic Implications of financialization. University of Massachusetts Amherst, Department of Economics, Working Paper 2007-08, 2007
- SMITH, A. A Riqueza das Nações. Nova Cultural, SP, 1997
- TOPOROWSKI, J. The Economics and Culture of Financial Inflation. SOAS University of London, and the Research Centre for the History and Methodology of Economics, University of Amsterdam.