

## 7. A DISTINÇÃO ENTRE POUPANÇA E INVESTIMENTO (1930) \*<sup>1</sup>

### I. Poupança e Investimento

Nos capítulos anteriores tratamos, de um lado, das receitas ou renda nominal \*\* da comunidade e de sua divisão em duas partes: uma, gasta por quem a recebe no consumo corrente, e a outra, que é “poupada”; e do outro lado, tratamos da produção de bens e serviços reais pela comunidade e de sua divisão também em duas partes — uma das quais é comercializada e vendida a consumidores, e a outra, que é “investida”. Assim, a “poupança” refere-se a unidades monetárias e

---

\* Reproduzido de KEYNES, J. M. “A Further Elucidation of the Distinction between Savings and Investment.” In: *A Treatise on Money: 1. The Pure Theory of Money — CWJMK*. Londres, Macmillan, 1971. v. V, liv. III, cap. 12, p. 154-65.

<sup>1</sup> A noção da distinção que fiz entre poupança e investimento só penetrou gradativamente na literatura econômica nestes últimos anos. O primeiro autor a introduzi-la, segundo os autores alemães, foi Ludwig von Mises, em sua *Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel* (1.<sup>a</sup> ed. p. 227 *et seqs.* e 411 *et seqs.*) publicada em 1912. Posteriormente, a idéia foi adotada de maneira mais explícita por Schumpeter, e a “poupança forçada” (isto é, a diferença entre a poupança e o valor do investimento tal como foi definido por mim, embora sem estar ligando a idéia — até onde estou consciente disso — a qualquer coisa que corresponda de perto à análise dos capítulos 10 e 11 anteriores) quase se tornou uma característica conhecida das obras alemãs mais recentes sobre a moeda. Mas no que se refere a mim — e acho que o mesmo ocorre com a maioria dos outros economistas do mundo de língua inglesa — sou grato pelos indícios esclarecedores que me foram fornecidos por D. H. Robertson, em seu livro *Banking Policy and the Price Level*, publicado em 1926. Mais recentemente o livro de Abbati, *The Final Buyer*, 1928, atingiu — creio que de forma independente — alguns resultados substancialmente semelhantes. Provavelmente, o Sr. Abbati não conseguiu tornar completamente inteligível seu pensamento para aqueles que já não encontraram por si o mesmo indicio. Mas, a essência da distinção entre poupança e investimento pode ser encontrada em seu cap. V. Além disso, pela “compra final” agregada o Sr. Abbati entende a despesa de consumo *mais* o investimento, atribuindo as depressões à incapacidade desse agregado de nivelar-se ao total das rendas nominais.

\*\* *Money income* no original. (N. do T.)

constitui a soma das diferenças entre a renda nominal dos indivíduos e os seus gastos monetários no consumo corrente; por sua vez, o “investimento” refere-se a unidades de bens. O objeto deste capítulo é o de continuar a ilustrar o sentido da distinção entre estas duas coisas.

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. Por outro lado, 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. \* Ele é medido pelo acréscimo líquido \*\* à riqueza, seja sob a forma de capital fixo, de capital circulante ou de capital em dinheiro. \*\*\*

Pode-se supor — e freqüentemente tem sido suposto — que o montante do investimento é necessariamente igual ao montante da poupança. Mas a reflexão mostrará que não é o caso se excluirmos da renda e da poupança — como devemos fazê-lo pelas razões já apresentadas — os lucros e prejuízos extraordinários dos empresários.

Ignoremos, por enquanto, a possibilidade de variações nos bens entesourados, as quais, como veremos mais tarde, tendem na verdade a ser pequenas, em comparação com a variabilidade dos demais fatores; o que equivale a supor que a produção disponível é perecível. Neste caso, o montante do consumo é exatamente igual ao montante da produção disponível. Mas, 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; e 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.

É evidente que a poupança pode ocorrer sem qualquer investimento correspondente, se considerarmos o que ocorre quando um indivíduo se abstém de gastar toda sua renda nominal no consumo. Não importa

---

\* Isto é, bens que podem ser vendidos ou trocados por dinheiro. (N. do T.)

\*\* *Net addition* no original. (N. do T.)

\*\*\* *Liquid capital* no original. (N. do T.)

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.

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. Assim, em tais circunstâncias, a poupança, ao invés 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.

Se, por outro lado, o investimento ocorreu *pari passu* com a poupança, o equilíbrio entre os gastos dos consumidores e a produção disponível dos produtores será mantida no nível de preço preexistente. Isto porque se o investimento assume a forma de um aumento de capital fixo ou de capital circulante, desacompanhado de um aumento do emprego, contrabalançado por um volume igual de poupança, a produção de bens disponíveis dos produtores reduzir-se-á pelo ato do investimento, na mesma proporção do que os gastos dos consumidores desses bens são reduzidos pelo ato de poupar; e, se o investimento assume a forma de um aumento de capital circulante, acompanhado de um acréscimo no volume de emprego e de um aumento da remunera-

ção dos fatores de produção, contrabalançados por um volume equivalente de poupanças, a redução das despesas dos consumidores pelos poupadores será exatamente contrabalançada por um igual aumento das despesas dos consumidores, com base na ampliação das receitas dos fatores de produção.

Finalmente, se o investimento excede a poupança — como se vê facilmente à luz do raciocínio anterior —, as despesas dos consumidores aumentarão relativamente à produção de bens dos produtores, com o resultado da subida dos preços dos bens de consumo; e o novo investimento, em excesso ao volume da poupança, tornar-se-á possível, não através da abstenção voluntária do consumo pela contenção dos gastos da renda nominal, mas pela abstenção involuntária resultante do menor valor das rendas nominais (a “deficiência automática” do Sr. Robertson).

Nestas circunstâncias, não haveria problemas se as decisões sobre as proporções do futuro fluxo da produção, que devem ser tornadas disponíveis ou não-disponíveis numa determinada data, fossem adotadas pelas mesmas pessoas que decidem quanto deve ser “poupado” na mesma data. Mas, se essas decisões são tomadas — como de fato são — por pessoas diferentes, então (a não ser na medida em que for possível obter socorro, a partir de variações na quantidade de bens entesourados), o incremento líquido à riqueza real da comunidade como um todo diferirá, até certo ponto (mais ou menos), do total da poupança em dinheiro dos indivíduos, definido como sendo a soma das parcelas de suas rendas em dinheiro que eles deixam de gastar no consumo.

Não é preciso haver um 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. 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.

## II. Um exemplo

Uma parábola ou exemplo poderá tornar mais clara — ou pelo menos mais viva, a conclusão. Suponhamos uma comunidade que

possua plantações de banana e que trabalhe exclusivamente em seu cultivo e colheita; e que ela consuma apenas bananas e nada mais. Suponhamos, além disso, que haja equilíbrio entre a poupança e o investimento, na medida em que a renda nominal da comunidade, que não é gasta no consumo de bananas mas poupada, é igual ao custo de produção de novo investimento para maior desenvolvimento das plantações; e que o preço de venda das bananas seja igual a seu custo de produção (incluindo nisto a remuneração normal dos empresários). Finalmente, suponhamos, o que é plausível, que as bananas maduras não se conservem por mais de uma ou duas semanas.

Neste Éden introduz-se uma campanha de economia, instando-se os membros da comunidade a moderar suas práticas imprevidentes de devotarem quase todas as suas rendas correntes à compra de bananas para a alimentação diária. Mas, ao mesmo tempo, não ocorre um incremento proporcional no desenvolvimento de novas plantações — por uma ou outra das seguintes razões. É possível que recomendações de prudência estejam influenciando os empresários, da mesma forma que os poupadores: os temores de uma superprodução futura de bananas e a queda do nível de preços os dissuadem de novos empreendimentos. Ou é possível que haja razões técnicas que impeçam um novo desenvolvimento, a um ritmo um pouco mais acelerado. É possível ainda que a força de trabalho necessária para tal desenvolvimento seja altamente especializada, e que ela não seja recrutável entre os trabalhadores habitualmente ocupados na colheita de bananas. Ou, então, pode haver um considerável intervalo de tempo entre os preparativos iniciais requeridos pelo desenvolvimento de novas plantações e o grosso das despesas exigidas por ele. O que poderá ocorrer nesses casos?

A mesma quantidade de bananas continuará a ser comercializada, enquanto que o montante da renda nominal, dedicado à sua compra, diminuirá por causa da campanha de economia. Como as bananas não duram, seu preço deve cair; e ele cairá proporcionalmente ao montante pelo qual a poupança excede o investimento.<sup>2</sup> Assim, como antes, o público consumirá toda a safra de bananas, mas num nível reduzido de preços. Isto é esplêndido, ou pelo menos parece. A campanha de economia não só aumentou a poupança, mas reduziu o custo de vida. O público poupa dinheiro, sem se privar de nada. Estará consumindo

<sup>2</sup> O caso em que as bananas se conservam deverá ser minuciosamente analisado no capítulo 19. Verificar-se-á então que ele não difere do presente caso tanto quanto seria de se esperar.

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 das bananas que caiu e não o seu custo de produção; dessa forma, os empresários sofrerão um prejuízo anormal. Assim, o aumento da poupança em nada aumentou o acúmulo de riqueza da comunidade; apenas causou uma transferência de riqueza dos bolsos dos empresários para os do público em geral. A poupança dos consumidores será exigida, diretamente ou através do sistema bancário, para compensar as perdas dos empresários. A continuação 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 do público, exatamente na mesma proporção dos custos totais da 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 produção cesse e toda a população morra de fome; ou b) a campanha de economia 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.

### III. Teorias da poupança excessiva

Os economistas estão familiarizados com um tipo de teoria que atribui os fenômenos do ciclo de crédito ao que é descrito como "poupança excessiva" ou "subconsumo". No fundo, acho que estas teorias têm certa afinidade com a minha. Mas, elas não estão tão próximas quanto se poderia pensar à primeira vista. As teorias de Bouniatian e dos escritores europeus por ele influenciados, J. A. Hobson na Inglaterra, e Foster e Catchings nos Estados Unidos, que são os líderes mais conhecidos desta escola de pensamento, não são na realidade teorias de poupança excessiva ou de investimento excessivo, se tais termos tiverem o mesmo sentido que lhes dei. A bem dizer, elas nada têm a ver com o fato de a poupança estar à frente do investimento, ou *vice-versa*. Referem-se não ao equilíbrio entre a poupança e o investimento, mas ao equilíbrio entre a produção de bens de capital instrumentais e a procura para o uso de tais bens. Elas atribuem os fenômenos do

ciclo de crédito a uma superprodução periódica dos referidos bens instrumentais, com o resultado de que o uso desses bens promove uma maior produção de bens de consumo, do que o poder de compra nas mãos do público é capaz de absorver no nível de preços então vigente.

Estas teorias podem conciliar-se às minhas apenas num estágio posterior dos acontecimentos; isto porque, em alguns casos, uma tendência à defasagem na taxa de investimento em relação à taxa de poupança poderia surgir em decorrência de uma reação do investimento excessivo, no sentido acima. Mas, na medida em que estas teorias sustentam que a vigente distribuição de riqueza induz a um grande volume de poupança, o qual, por sua vez, leva a um investimento excessivo que conduz a uma excessiva produção de bens de consumo, elas estão ocupando um terreno totalmente diferente do ocupado pela minha teoria. Isto porque, nesta, é um grande volume de poupança que *não* induz a um volume correspondente de investimento (e não um que *induz*) que constitui a essência das dificuldades.

J. A. Hobson e outros são merecedores de gratidão pela tentativa de analisar a influência da poupança e do investimento no nível de preços e o ciclo de crédito, numa época em que os economistas ortodoxos se contentavam em negligenciar quase por completo este problema muito real. Mas não acho que tenham conseguido vincular as conclusões a que chegaram com a teoria da moeda ou com a parte nela desempenhada pela taxa de juros.

#### IV. Resumo da discussão

Poderá servir de ajuda ao leitor se neste ponto eu procurar apresentar um amplo resumo (com algum sacrifício da precisão desejável) do raciocínio desenvolvido nos capítulos anteriores.

O nível de preços da produção como um todo, em qualquer período, é determinado por dois componentes — o nível de preços das mercadorias que se destinam ao consumo e o nível de preços dos bens acrescentados ao estoque de capital. Em condições de equilíbrio, estes dois níveis de preço são determinados pelo custo monetário da produção ou, em outras palavras, pela taxa monetária dos ganhos de eficiência dos fatores de produção.

A questão de se o nível de preços dos bens que são consumidos é, de fato, igual ou desigual a seu custo de produção depende de se a proporção da renda da comunidade que é gasta no consumo é, ou não,

a mesma que a proporção da produção da comunidade que toma a forma dos bens assim consumidos. Em outras palavras, ela depende de se a divisão da renda entre poupança e despesas de consumo é, ou não, a mesma que a divisão do custo de produção entre o custo dos bens que são acrescentados ao capital e o custo dos bens que são consumidos. Se a primeira proporção for maior do que a segunda, os produtores dos bens consumidos obtêm um lucro; e se a primeira proporção for menor que a segunda, os produtores de bens consumidos têm um prejuízo.

Portanto, o nível de preços dos bens consumidos (isto é, o inverso do poder aquisitivo do dinheiro) excede ou fica abaixo de seu custo de produção, conforme o volume de poupança seja inferior ou exceda o custo de produção do novo investimento (isto é, dos bens que são adicionados ao estoque de capital). Em consequência, se o volume da poupança excede o custo do investimento, os produtores de bens de consumo têm um prejuízo; e, se o custo do investimento excede o volume da poupança, eles obtêm um lucro.

O que acontece com o nível de preço dos novos investimentos, isto é, dos bens acrescentados ao estoque de capital? Para obter uma resposta pormenorizada a esta pergunta, devo pedir ao leitor para que seja paciente e aguarde pelo que vai encontrar nos capítulos posteriores.

É importante compreender que a apresentação do problema que formulei no capítulo 10 não pretende ser mais que um tratamento preliminar da questão. Em termos gerais, ele depende do nível de preço antecipado dos benefícios que estes investimentos renderão numa data futura, e da taxa de juros pela qual esses futuros benefícios são descontados, com o propósito de fixar seu atual valor real. Assim, o fato de os produtores de bens de investimento terem lucros ou prejuízos depende do fato de as expectativas do mercado a respeito dos preços futuros e de a vigente taxa de juros estarem mudando favorável ou adversamente a tais produtores. Ele *não* depende do fato de os produtores de bens de consumo estarem lucrando ou perdendo.

Apesar disso, os movimentos de nossos dois tipos de nível de preços estão ligados a uma tendência e, de um modo geral, processam-se na *mesma* direção. Isto porque, se os produtores de bens de investimento estiverem lucrando, eles tenderão a procurar aumentar sua produção, isto é, a aumentar o investimento, o que, portanto, tenderá — a menos que a poupança esteja aumentando na mesma proporção — a elevar os preços de bens de consumo; e *vice-versa*. Se, por outro lado, os produtores de bens de consumo estiverem obtendo lucros, mas



os de bens de investimento estiverem tendo prejuízos, então haverá uma tendência da produção ser transferida destes para aqueles, o que — a menos que a poupança esteja diminuindo na mesma proporção — baixará o nível de preços dos bens de consumo e eliminará os lucros dos produtores de tais bens. Assim, embora não seja impossível os dois tipos de nível de preços estarem se movendo em direções opostas, é mais natural esperar que se movam na mesma direção.

Agora, avancemos primeiro e depois recuemos na seqüência causal; e, para simplificar o raciocínio, vamos nos restringir ao caso em que os dois níveis de preços estão se movendo na mesma direção.

Se os produtores como um todo estiverem obtendo lucros, individualmente, procurarão aumentar sua produção, a fim de lucrar mais. Eles podem fazer isto através do maior emprego de fatores de produção, seja à taxa de remuneração anterior, seja a uma taxa majorada. Mais adiante, no livro VI, verificaremos que cada uma destas coisas significa um aumento no custo total do investimento, de modo que este esforço dos produtores para aumentar o lucro contribui, pelo menos inicialmente, para acentuar a tendência altista dos preços e dos lucros. Assim, podemos concluir que, via de regra, a existência de lucro provocará uma tendência a uma taxa mais alta de emprego e de remuneração dos fatores de produção; e *vice-versa*.

Em seguida, demos um passo atrás. Para que os produtores possam ser capazes, além de estarem dispostos, a produzir a um custo de produção mais elevado e aumentar sua produção não-disponível, eles devem ter a seu dispor uma quantia adequada de dinheiro e de recursos de capital; e, a fim de que estejam dispostos e sejam capazes de fazer isto, a taxa de juros que baliza os custos de tais recursos não deve ser tão alta que os iniba. O montante de crédito bancário que deverão obter para dispor de uma quantidade suficiente de dinheiro, dependerá do que o público estiver fazendo com sua poupança — das atrações relativas dos depósitos de poupança e das ações, respectivamente. Mas, o que quer que o público esteja fazendo, e qualquer que seja a força ou fraqueza do motivo dos produtores para aumentar a proporção de sua produção que não está disponível, o sistema bancário entra como um fator de equilíbrio. E, mediante o controle do preço e da quantidade do crédito bancário, o sistema bancário necessariamente controla a despesa total da produção.

Dessa forma, o primeiro elo na seqüência causal reside no comportamento do sistema bancário; o segundo é o custo do investimento (pelo menos em termos do poder aquisitivo da moeda) e o valor do

investimento (em termos do nível de preços da produção como um todo); o terceiro consiste na ocorrência de lucros e perdas; e o quarto é a taxa de remuneração oferecida pelos empresários aos fatores de produção.

Através da variação do preço e da quantidade de crédito bancário, o sistema bancário controla o valor do investimento. Os lucros ou perdas dos produtores dependem do valor do investimento em relação ao volume da poupança. A taxa de remuneração oferecida aos fatores de produção tende a elevar-se ou a cair, conforme os empresários estiverem tendo lucros ou prejuízos. E o nível de preços da produção da comunidade equivale à soma das taxas médias de ganhos de eficiência dos fatores de produção e da taxa média de lucro dos empresários.

Em resumo, o nível de preços da produção como um todo oscila acima ou abaixo da taxa de ganhos de eficiência, conforme o sistema bancário esteja induzindo o *valor* do investimento a exceder ou a ficar aquém do volume da poupança. Por sua vez, o poder aquisitivo da moeda oscila abaixo ou acima da taxa de ganhos de eficiência, conforme o sistema bancário faça com que o *custo* do investimento exceda ou esteja aquém do volume da poupança.

Com isso não se quer afirmar que o sistema bancário seja o *único* fator a influir na situação — o resultado *líquido* depende da política do sistema bancário, conjugada a todo tipo de outros fatores. Mas, na medida em que o sistema bancário é um agente livre, agindo de acordo com um plano, ele pode, ao se tornar um fator de equilíbrio, vir a controlar o resultado final.

Se o sistema bancário controla as condições do crédito, de tal maneira que a poupança equivale ao valor do novo investimento, então o nível médio de preços da produção como um todo é estável e corresponde à taxa média de remuneração dos fatores de produção. Se as condições do crédito estiverem abaixo desse nível de equilíbrio, os preços subirão e haverá lucros, a riqueza aumentará mais depressa que a poupança em decorrência das rendas do público valerem menos — com a diferença sendo transferida para o bolso dos empresários, sob a forma da propriedade de um capital ampliado; os empresários passarão a competir entre si pelos serviços dos fatores de produção, e a taxa de remuneração dos mesmos será aumentada — até que ocorra algo capaz de aproximar as condições reais do crédito do seu nível de equilíbrio. E, se as condições do crédito forem mais rígidas do que o nível de equilíbrio, os preços cairão e haverá prejuízos, a riqueza aumentará mais lentamente do que a poupança, de acordo com o mon-

tante dos prejuízos; seguir-se-á o desemprego e haverá pressões para uma redução da taxa de remuneração dos fatores de produção; até que algo ocorra para aproximar as condições de crédito vigentes do nível de equilíbrio.

As altas e baixas constituem apenas a expressão dos resultados de uma alteração das condições de crédito em relação à sua posição de equilíbrio.

Quando a relativa simplicidade de um sistema fechado é substituída pela complexidade de um sistema internacional, o resultado — como veremos — é afetado pela necessidade de se preservar o equilíbrio internacional, a qual pode forçar o sistema bancário interno a estabelecer condições de crédito diversas do seu nível de equilíbrio interno. Dessa maneira, as condições de equilíbrio internacional podem ser, durante algum tempo, incompatíveis com as condições de equilíbrio interno; e, para a restauração ou manutenção do equilíbrio completo, é preciso que *dois* elementos na situação doméstica possam ser móveis — não só as condições do crédito, mas também a taxa nominal de remuneração da eficiência dos fatores de produção.