

TEORIA DA REALOCAÇÃO DA POUPANÇA INTERNA

Resumo: A Teoria da Realocação da Poupança Interna é uma teoria de determinação e de distribuição de renda que dá prosseguimento à linha de pesquisa das teorias cartalistas da moeda de Knapp, Abba Lerner, e Randall Wray. Para este propósito, promove-se um entrelaçamento teórico com teorias keynesianas afins, a exemplo de Haavelmo, Kaldor e Victoria Chick, dentre outros. Esta teoria é responsável pela construção de um sistema de autofinanciamento para o Estado, a partir da sua própria moeda, vindo a representar a formalização das Finanças Públicas a partir da integração entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, visando à criação de um modelo de desenvolvimento em que a redistribuição da renda tenha origens na reestruturação dos canais de circulação da moeda, no que passa a ser concebido como realocação da poupança interna.

Palavras-Chave: moeda cartalista, poupança interna, políticas públicas.

Abstract: The Theory of Reallocation of Domestic Saving is a theory of determination and income distribution that continues the line of research of the chartal theories from Knapp, Abba Lerner, and Randall Wray. For this purpose, it promotes a twist theoretical through the related Keynesian theories, like Haavelmo, Kaldor and Victoria Chick, among others. This theory is responsible for building a self-financing system for the state, from its own currency. It represents the formalization of Public Finance from the integration between the National Treasury and Central Bank, aiming to create a development model in which the redistribution of income has origins in the restructuring of the channels of circulation of money in what is now conceived as a reallocation of domestic saving.

Key words: chartal currency, domestic saving, public policies.

Classificação JEL: E00, H19, O40

1. Introdução

Os objetivos deste artigo podem ser divididos em duas frentes: objetivos teórico-metodológicos e objetivos normativos, isto é, objetivos referentes à teoria econômica e objetivos referentes à política econômica. O objetivo central da formulação da Teoria da Realocação da Poupança Interna, dentro dos objetivos teórico-metodológicos, é a construção de um modelo de desenvolvimento baseado na eficácia máxima do princípio da não-neutralidade da moeda. No que pode ser entendido como sendo o resultado da geração de ganhos de produtividade pelo mecanismo de substituição de fluxos

monetários. Quer dizer, o mecanismo de criação e de destruição automáticas de moeda, promotor de reestruturações de ordem monetária e tributária, indutoras do crescimento e da redistribuição de renda a partir da dotação de recursos para o Estado de forma autônoma em relação à renda e à tributação. Estes recursos passarão a ter como limites os limites reais de crescimento de uma economia. Neste caso, o produto potencial e a capacidade de redução da necessidade de utilização de poupança externa, e não mais os limites fiscal e tributário, até então dados pelos mecanismos convencionais de estruturação das Finanças Públicas.

Os objetivos teórico-metodológicos se referem ao entrelaçamento de teorias de base keynesiana para o estabelecimento de uma ponte metodológica entre as teorias afins em relação ao núcleo duro (hard core) do projeto de pesquisa científico da Teoria da Realocação da Poupança Interna. O núcleo duro da Teoria da Realocação da Poupança Interna corresponde justamente à questão da não-neutralidade da moeda, isto é, ao seu lastro fiduciário dentro de uma economia monetária de produção. O processo de entrelaçamento teórico é visto como um meio de definir o método utilizado, pertencente à perspectiva keynesiana, e de tal maneira se busca impedir a formação do chamado “vício ricardiano”. O vício ricardiano¹ é uma expressão cunhada por Schumpeter, a qual define a prescrição de conclusões de cunho normativo originadas de bases teóricas frágeis, não entrelaçadas com demais teorias do mesmo campo de análise, e que se baseiam no uso abusivo de “premissas”. Premissas essas, determinantes na elaboração das respectivas conclusões normativas provenientes de tais teorias. Tal crítica se referia enfaticamente à questão da utilização maciça do método hipotético-dedutivo, “a-histórico”, pela então Economia Política Clássica, tendo em David Ricardo², um expoente representativo deste método. Este entrelaçamento

¹ Nas palavras do Professor Antonio Maria da Silveira o parâmetro teórico que deve ser respeitado para se evitar o vício ricardiano é o princípio da Indeterminação de Senior: “*as proposições da economia abstrata, não importando a generalidade ou verdade que encerrem, não autorizam conclusões normativas, mas não podem ser ignoradas. A economia aplicada positiva pressupõe as teorias abstratas da economia, assim como, em relevância variável, outras ciências sociais. Conclusões normativas – sob a forma do que não pode ser feito – são deriváveis das proposições da economia aplicada, mas são qualificáveis pelas especificidades do caso em questão* (SILVEIRA, 1991, p.79)”.

² “Ricardo é contra o empirismo cru e nega que os fatos falem por si mesmos. Seu método é o hipotético-dedutivo, propenso a aplicar modelos altamente abstratos diretamente na análise da complexidade do mundo real. Como hábil político do Parlamento Britânico, ele dizia a seus colegas de casa que suas conclusões teóricas eram tão certas como o princípio da gravitação de Newton. Quando Ricardo dialogava com Malthus, era mais modesto, afirmando que seu modelo se tratava de casos fortes e imaginários só para mostrar a operação de certos princípios. Joseph Schumpeter cunhou a expressão *vício ricardiano*, para a tentativa de minimizar a separação entre as conclusões abstratas e as aplicações concretas. Ricardo abdicou do elemento histórico e institucional em prol de um método mais abstrato, acreditando que suas previsões, como o custo crescente do cereal e a queda dos salários ao nível de subsistência, não eram tendências históricas incondicionais, mas previsões sob certos supostos. Malthus considerou o método mais indutivo de Smith superior ao método puramente dedutivo de Ricardo. Malthus priorizou a construção de teorias mais empíricas e cobrissem fatores de curto prazo, não expressando a teoria apenas tendências. Cinquenta anos após a publicação de *A Riqueza das Nações*, o economista clássico Nassau Senior promoveu a primeira discussão sistemática dos problemas da metodologia econômica no ensaio *Leitura Introdutória em Economia Política*, de 1827, ampliado em outro ensaio de 1836, intitulado *Uma Visão da Ciência da Economia Política*. Neste mesmo ano, J. S. Mill publica o celebrado artigo *Sobre a Definição da Economia Política e do Método de Investigação que lhe é próprio*. Com tal ensaio, Mill adquire a reputação de grande comentador de questões metodológicas de Economia. Mais de 10 anos

teórico se faz necessário, como forma de elucidar a dimensão histórica da metodologia keynesiana para o propósito de construção teórica deste projeto de pesquisa.

Os objetivos normativos se referem ao conjunto de esquematização operacional do sistema, compreendido pelas regras de política monetária, concernentes ao modelo de estabilização a ser empregado, e pela construção de novos instrumentos de política econômica, oriundos do mecanismo de substituição de fluxos monetários. Mecanismo este, que representa a principal aplicação prática, empírica, da Teoria da Realocação da Poupança Interna, no que diz respeito justamente ao mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda. De fato, a Teoria da Realocação da Poupança Interna tem como meta a execução da política fiscal a partir da política monetária, dando prosseguimento às teorias cartalistas da moeda de Knapp, Abba Lerner, e Randall Wray. O mecanismo de substituição de fluxos monetários desempenha a função da criação e da destruição automáticas de moeda, sendo o canal executor da redistribuição da oferta de moeda (daí se caracteriza a realocação da poupança interna para a execução dos investimentos públicos) para os fins consecutivos de redistribuição de renda e de crescimento econômico. Os objetivos normativos são definidos como sendo os instrumentos de política econômica para a execução da política fiscal a partir da política monetária, isto é, a definição do mecanismo de substituição de fluxos monetários. Esta definição representa as especificidades operacionais concernentes a este mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda.

Neste modelo de desenvolvimento, a efetivação das execuções orçamentárias corresponderá à expansão de gastos e de investimentos não apenas para se alcançar o pleno emprego, mas para acima de tudo criar tanto um sistema de autofinanciamento para o Estado, quanto ao mesmo tempo catalisador do processo de redistribuição de renda. O maior exercício de Economia Política a ser construído quanto à Teoria da Realocação da Poupança Interna se dá pela indagação subjacente à principal hipótese em questão: “Será possível o Estado se auto-financiar a partir de sua própria moeda, sem depender da tributação ou da emissão de títulos públicos?” Este é o objetivo central da Teoria da Realocação da Poupança Interna: a reconstrução dos canais de circulação da moeda, de modo a promover o reaproveitamento da moeda que já está em circulação para fins de auto-financiar o Estado, gerar ganhos de produtividade, e acima de tudo redistribuir a renda. Esta é a verdadeira prova empírica para a eficácia máxima do princípio keynesiano da não-neutralidade da moeda: a comprovação de que variáveis monetárias influem sobre a renda, e sobre as variáveis reais propriamente ditas.

depois, ele daria importante contribuição à filosofia da ciência, ao tratar do problema da indução, já colocado por Hume, no ensaio *Sistema de Lógica*” (FEIJÓ, Ricardo, 2007, p.168).

2. Definição Teórica

A Teoria da Realocação da Poupança Interna corresponde à estruturação de um mecanismo de provimento de recursos públicos a partir da alavancagem³ dos depósitos à vista ociosos no sistema bancário-monetário para a constituição das Finanças Públicas⁴, isto é, estes depósitos à vista se tornam responsáveis pela determinação das receitas orçamentárias públicas e da poupança pública⁵.

³ O conceito de alavancagem é definido em razão do Tesouro Nacional vir a reutilizar, por várias vezes, a mesma “moeda” emitida, e imediatamente retirada de circulação, no processo cíclico de criação e destruição automáticas de moeda. O Tesouro Nacional inicialmente utiliza o recurso da emissão monetária para a geração de todos os recursos disponíveis para as Finanças Públicas (gastos e investimentos públicos), e em seguida, o Tesouro Nacional sacará de volta, do mesmo banco comercial, um montante de mesmo valor destes depósitos à vista iniciais. Com esta operação, a cobertura, para o banco comercial, do saque realizado pelo Tesouro Nacional, será efetivada pelo próprio banco comercial, através da realocação dos depósitos à vista ociosos, provenientes da expansão prévia da poupança interna, resultantes das desonerações tributárias instituídas por este sistema de autofinanciamento das Finanças Públicas. A liberação do superávit primário, e a desoneração integral dos fluxos de consumo, investimento, e produção já garantem de antemão uma expansão significativa dos depósitos à vista de todo o sistema bancário-monetário, expandindo, por conseguinte, a poupança interna como um todo (privada e pública). Este volume de depósitos à vista a mais nos bancos comerciais corresponde a todo o volume de recursos monetários que seriam originários da tributação, e que de tal modo deixaram de ser destruídos do sistema bancário-monetário em função da extinção da tributação sobre tais fluxos, e em função do fim do contingenciamento orçamentário do setor público, pela extinção da necessidade de formação de superávits primários para o governo federal. A maior disponibilidade inicial de recursos monetários para os bancos comerciais, que será alocada sob a forma de crescimento do volume dos depósitos à vista e/ou de maior volume de reservas bancárias, dado o recolhimento tradicional de depósitos compulsórios, ficará encarregada justamente da “cobertura”, para os bancos comerciais, das obrigações geradas pelo processo de alavancagem comandado pelo Tesouro Nacional. A “cobertura” para os bancos comerciais, destes saques do Tesouro Nacional, após a efetivação dos gastos e dos investimentos públicos, será efetivada pela realocação dos depósitos à vista pertencentes aos bancos comerciais, até então “ociosos”. O processo de realocação de depósitos à vista ociosos passa a ser entendido como a realocação da poupança interna, dada que a mesma poupança interna fora expandida inicialmente (ex-ante) sob a forma de depósitos à vista, e que agora passa a ser também gerada (ex-post) de forma endógena, após a efetivação dos investimentos públicos planejados pelo Estado.

⁴ O Estado só terá a possibilidade de gerar a sua poupança pública, e também as suas receitas públicas, de forma autônoma em relação à tributação, quando este possuir a capacidade de exercer o domínio pleno sobre a criação e sobre a destruição de sua moeda de forma automática. Mantendo, entretanto, o valor desta mesma moeda, pelo fato desta operação não interferir na oferta de moeda. Deste modo, a geração da poupança pública ocorrerá para a geração do investimento público, da mesma forma que a geração da receita orçamentária pública ocorrerá para a geração do gasto público. Este sistema será dado pela reformulação da política monetária através do redirecionamento da oferta de moeda, pela redução do crédito ao consumo agregado em favor do aumento do crédito, na mesma proporção em que será disponibilizado para o investimento agregado. O ciclo de reaproveitamento da oferta de moeda escritural será determinado pela alavancagem, pelo Tesouro Nacional, dos depósitos à vista ociosos (não destinados para gastos e investimentos) para os fins de determinação de gastos e de investimentos públicos. A chamada realocação da poupança interna corresponderá à utilização das poupanças privada e pública para a formação dos recursos públicos, autônomos à tributação. O leque de poupança interna a ser empregado abrange tanto as poupanças (privada e pública) anteriormente ociosas, quanto também às geradas de forma endógena pelos ganhos de produtividade, decorrentes das reestruturações monetária e tributária, e do crescimento da taxa de investimento como proporção do PIB.

⁵Pela Teoria da Realocação da Poupança Interna o Tesouro Nacional passa a funcionar do mesmo modo que um banco comercial, porém, neste caso, alavancando os depósitos à vista do sistema bancário-monetário como um todo. Por esta alusão, um banco comercial alavanca os depósitos à vista para expandir a concessão do crédito para os seus clientes, porém mantendo os encaixes para as operações de saques de seus correntistas. Já o Tesouro Nacional alavanca os depósitos à vista de todos os bancos comerciais para a execução dos gastos e dos investimentos públicos, observados os limites reais de crescimento da renda agregada, em substituição ao fluxo monetário que era proveniente da tributação. Com a extinção da tributação sobre a maior parte da atividade econômica, se expande previamente a poupança privada, e se possibilita uma maior margem de manobra para a utilização dos depósitos à vista como fonte de criação de recursos para o Estado, de forma independente da renda, tendo como limites para esta alavancagem o produto potencial e o déficit em conta corrente do balanço de pagamentos. A alavancagem promovida pelo Tesouro Nacional através da taxa paralela de depósitos compulsórios, na ordem de 100% sobre estes depósitos especiais (criação e destruição automáticas de moeda), assume as responsabilidades de substituir os fluxos monetários originários da tributação e de também impedir a fragilidade financeira do setor público e do próprio sistema financeiro. Tal razão se deve ao fato do gerenciamento da liquidez vir a ser realizado conjuntamente pela taxa tradicional de recolhimento compulsório, e pela taxa paralela de

Tanto as receitas orçamentárias públicas quanto a poupança pública serão originadas através da redistribuição da oferta de moeda, sem gerar, todavia, expansões de meios de pagamentos e da base monetária, decorrentes de tais operações. A geração destes recursos⁶ será efetivada mediante a reestruturação e a ampliação, de forma concomitante, da poupança interna (pública e privada) e do investimento agregado.

A lógica de criação e destruição automáticas de moeda (a ser denominada operacionalmente de substituição de fluxos monetários) representa dentro da metodologia keynesiana, de acordo com o circuito *finance-investimento-poupança-funding*, a atuação no âmbito do *finance*, ou seja, a mobilização de recursos monetários com fins à concessão de crédito para os planos de investimento. A transformação da oferta de moeda ociosa, de forma simultânea, em poupança e investimento, e em receitas públicas e gastos públicos corresponde à criação de um fluxo monetário que vem a substituir um antigo fluxo monetário, de mesmo valor, que anteriormente não desempenhava nenhuma função no lado real da economia. Esta é de fato a transformação da moeda em renda através do redirecionamento do destino dos depósitos à vista ociosos, pela própria essência do multiplicador monetário, ao transferir estes recursos monetários para o lado real da economia, sobretudo para o provimento do volume da poupança interna e do investimento agregado. O mecanismo de substituição de fluxos monetários estabelece a criação de moeda-crédito no âmbito do *finance* para as funções do Estado, tanto de gastos quanto de investimentos, e é entendido acima de tudo pela distinção feita por Keynes⁷ entre oferta de moeda

100% sobre os depósitos direcionados para as Finanças Públicas. Para isto, a regulação dos depósitos à vista será parte integrante do planejamento das Finanças Públicas em função da capacidade de crescimento real da economia.

⁶A introdução do mecanismo de substituição de fluxos monetários vem a se firmar como o instrumento de capitalização do setor público, pela redefinição do formato de seu financiamento em favor dos recursos oriundos da reorganização da circulação monetária, assim constituídos de forma *ex-ante* a geração do PIB, e ao mesmo tempo cumpridores do papel de alavancar os efeitos multiplicadores dos gastos/investimentos públicos. A virtude do processo está na redistribuição da renda em função da redistribuição da oferta de moeda. A nova forma de financiamento do Estado propiciará a realização das execuções orçamentárias e das transferências intergovernamentais, sem o ônus de um modelo convencional de Finanças Públicas, até então baseado de forma primordial na tributação. Este sistema passará a atuar como estabilizador automático da renda, além de assegurar a estabilidade macroeconômica. Um exemplo atual de realocação da poupança interna se dá com os fundos para-fiscais como o FAT e o FGTS, entretanto, a distinção da utilização desses fundos em relação à proposta aqui elaborada se dá pelo raio de alcance e pela especificidade quanto às respectivas modalidades de investimento. No entanto, a dimensão macro da Teoria da Realocação da Poupança Interna abrange todo o espectro de formação de recursos para as Finanças Públicas (gastos e investimentos), isto é, não se trata de uma complementação de recursos ao orçamento público, mas esta passa a representar a própria “formação do orçamento público”.

⁷ “Keynes rejeitava a noção de que, se uma economia capitalista partisse de uma situação de pleno emprego, a taxa de juros igualaria, automaticamente, a poupança ao investimento, fazendo, com isso, com que a demanda agregada igualasse a oferta agregada. Suas grandes divergências das doutrinas que formavam a teoria neoclássica da automaticidade eram duas: em primeiro lugar, embora aceitasse a noção neoclássica de que a poupança era influenciada pela taxa de juros, insistia em que o nível de renda agregada era uma influência muito mais importante sobre o volume de poupança do que a taxa de juros. Em segundo lugar, argumentava que a poupança e o investimento não determinavam a taxa de juros. Esta representava um preço que igualava a demanda e a oferta de moeda – uma coisa bastante diferente de investimento e poupança (embora não deixasse de estar relacionada). Essas divergências eram, de fato, muito importantes, porque, embora Keynes não soubesse, elas destruíam não só a teoria neoclássica da automaticidade do mercado, como também os dois outros pilares da ideologia neoclássica: a teoria da distribuição

(lado monetário) e volume de poupança (lado real), em que a taxa de juros e as decisões de crédito representam as variáveis do lado monetário da economia. Tais variáveis só impactarão posteriormente no lado real por meio do efeito multiplicador sobre a renda, no qual será obtido um volume de poupança endógena, após a maturação dos investimentos, e que será realocado para os planos de *funding* (crédito de longo prazo). Neste modelo, como se admite um multiplicador da renda nos moldes do modelo de Haavelmo (Teorema do Orçamento Equilibrado) cujo valor é 1, o volume de poupança endógena gerado não será necessariamente igual ao investimento inicial por que o investimento já disponibiliza um volume inicial de poupança de mesmo valor, de forma simultânea, por ser um modelo de criação de renda através de injeções e vazamentos automáticos.

Por isto, o volume de poupança endógena, correspondente à última etapa do processo, dependerá do impacto da geração de ganhos de produtividade sobre a renda agregada, e envolverá as questões dos rearranjos monetário e tributário, e da maturação dos investimentos. Desta forma, o volume de poupança endógena a ser criado poderá ser menor, igual, ou maior que o investimento gerado no início do processo. Este volume de poupança fechará o ciclo denominado de “realocação da poupança interna”, ao representar o reforço advindo do lado real da economia para as transformações econômicas iniciadas pelo lado monetário, com a disponibilização de uma moeda “autônoma” para o Estado.

Um dos princípios da moeda cartalista aplicado à Teoria da Realocação da Poupança Interna se faz pela retomada da autonomia do Estado em relação a sua moeda, em que o Estado, sendo o criador em primeira instância da moeda, deixa de depender do setor privado, pela via da tributação, para exercer o domínio sobre a mesma. A redistribuição da renda por este modelo de crescimento não se dá a partir da redistribuição dos recursos arrecadados pela carga tributária, mas a partir da redistribuição dos recursos monetários, na questão do planejamento dos gastos e dos investimentos públicos, lastreados pelos ganhos de produtividade obtidos por todo o sistema. O mecanismo de substituição de fluxos monetários (a ser descrito posteriormente) configura o principal instrumento de criação e destruição automática de moeda, responsável pela formação destes recursos, por meio da alavancagem dos depósitos à vista ociosos do sistema bancário-monetário. A redistribuição da oferta de moeda, na direção dos setores que apresentam elevados níveis de propensão a investir/gastar, tem como propósito a capacitação da oferta agregada para a abertura de uma margem considerável do produto potencial⁸, compatível com os posteriores

baseada na produtividade marginal e a teoria de que um mercado livre e concorrencial resultaria em uma alocação ótima de recursos, segundo Pareto” (HUNT, 2005, pp.391, 392).

⁸ “O produto potencial consiste numa estimativa do nível do PIB a preços constantes supondo a economia operando no seu potencial máximo. Em geral esse potencial é identificado como aquele nível que pode ser obtido sem aceleração da inflação. O produto potencial de uma economia tende a crescer ao longo do tempo em função dos avanços tecnológicos, da expansão da força de trabalho e do aumento da produtividade. Assim, é uma medida que expressa o crescimento tendencial da economia” (FEIJÓ, Carmem; OLINTO RAMOS, 2007, p. 35).

incrementos na demanda agregada. O maior exemplo desta aplicação se refere à questão da extinção da tributação sobre os fluxos de consumo, de investimento⁹, e de produção (exceto impostos sobre aduana, comércio exterior, movimentações de capitais estrangeiros, e de consumo específico como cigarros e bebidas alcoólicas), dando prioridade à tributação sobre o patrimônio (estoque de riqueza) e sobre a renda, sendo que a tributação da renda passa a ser feita a partir das faixas de maior rendimento da sociedade, desonerando uma parcela considerável da faixa de renda concernente à classe média. O conceito de tributação assume, a partir de então, o papel prioritário de instrumento de auxílio à distribuição da renda, e não mais a função primordial de geração de recursos públicos. Cabe frisar, que a distribuição da renda será dada pelo acesso à própria geração desta, pela determinação dos gastos e dos investimentos públicos.

A questão essencial da formatação das Finanças Públicas se refere à institucionalização de um sistema de geração de recursos autônomos para o Estado, independente do nível de renda agregada e da respectiva capacidade de arrecadação tributária da economia. Os recursos autônomos, denominação atribuída aos recursos originados do mecanismo de substituição de fluxos monetários, representam nada mais do que a própria “moeda” (injetada e retirada de circulação no mesmo instante) como elemento central da economia, ao exercer sua propriedade de não-neutralidade, tendo sua base na geração de ganhos de produtividade. As alterações nas quantidades, sem resultar em alterações nos preços, são permitidas em função do incremento do produto potencial por conta destes ganhos de produtividade¹⁰, decorrentes desta reestruturação da oferta de moeda, dado que a oferta de moeda passa a ser direcionada, de forma prioritária, aos setores cujas curvas de ofertas apresentarem maiores elasticidades-juro ao investimento, ou seja, com maior capacidade de resposta produtiva às linhas de crédito disponibilizadas.

3. Fundamentos Teórico – Metodológicos

A ponte metodológica a ser construída para a formatação teórica da Teoria da Realocação da Poupança Interna engloba as seguintes teorias de base keynesiana: a Teoria das Finanças Funcionais de Abba Lerner, posteriormente reinventada por Randall Wray; o Teorema do Orçamento

⁹ “A redução da carga tributária sobre a compra de máquinas e equipamentos pode aumentar a rentabilidade esperada do investimento. A rentabilidade de um investimento é calculada com base no preço de máquinas e equipamentos acrescidos de seus impostos em relação à receita esperada com as vendas da produção futura. A receita esperada com as vendas depende de haver crescimento econômico. Crescimento é sinônimo de aumento de compras e de mercados. Portanto, a atividade empresarial é uma atividade de risco onde a realidade julga expectativas de rentabilidade e dá o veredicto do lucro ou do prejuízo” (SICSÚ, 2008, p.152).

¹⁰ “se a abertura comercial permitiu a recuperação da produtividade industrial nos anos 90, com baixo investimento, a melhoria da produtividade e da competitividade atualmente demandará um nível de investimento maior do que o observado até agora. Em síntese, políticas de contenção da demanda agregada, com vistas a controlar a inflação, de inspiração tipicamente ortodoxa, são contraditórias com as condições de manutenção do equilíbrio de uma nova taxa de investimento mais alta. assim como com os mecanismos de financiamento necessários para a sustentação desse patamar mais elevado de crescimento” (FEIJÓ, Carmem; OLINTO RAMOS, 2008, p.216).

Equilibrado de Haavelmo; os estágios de desenvolvimento bancário de Victoria Chick; e os modelos de crescimento endógeno de inspiração kaldoriana. Compreendendo assim, o eixo principal de fundamentação metodológica a ser delimitado dentre as teorias do campo keynesiano que mais se adéquam ao campo de análise da Teoria da Realocação da Poupança Interna. Trata-se da construção de um meio de se estabelecer semelhanças e respectivas diferenças entre tais teorias e a Teoria da Realocação da Poupança Interna no que tange ao embasamento teórico, o qual proverá a construção de novos instrumentos de política econômica.

No que se refere à evidência do princípio da não-neutralidade da moeda, deve ser ressaltada uma teoria de extrema relevância para a fundamentação metodológica da Teoria da Realocação da Poupança Interna, a Teoria das Finanças Funcionais de Abba Lerner, também trabalhada por Randall Wray. A Teoria das Finanças Funcionais trata a moeda como uma forma de “capital” para o Estado da mesma forma que a Teoria da Realocação da Poupança Interna. Todavia, a diferença fundamental a ser delineada se faz na questão dos mecanismos de criação e destruição da moeda. Na Teoria das Finanças Funcionais, a injeção (criação) de moeda é feita pela política monetária, de modo vertical via Banco Central emitindo a moeda e disponibilizando-a para o Tesouro Nacional¹¹, enquanto que a política fiscal, através da tributação, se responsabiliza pelo enxugamento (destruição) da moeda emitida¹².

A tradição teórica seguida tanto por Abba Lerner como por Randall Wray é a teoria da moeda cartalista de Knapp, em que o Estado seria o único a garantir que a moeda seja um meio de pagamento que preserve a condição de valor observada no momento da troca. Knapp afirma que um pagamento é sobretudo um procedimento legal. O raciocínio operacional da teoria da moeda

¹¹ Tal mecanismo também é interpretado como uma criação da moeda pela política fiscal, entretanto, a interligação inicial vertical, exógena, do Banco Central para os bancos comerciais não deixa de ser uma atuação da política monetária, dado que pela lógica da moeda cartalista da Teoria das Finanças Funcionais, tanto como da Teoria da Realocação da Poupança Interna, as atribuições do Banco Central são diretamente atreladas aos desígnios do Tesouro Nacional para a execução da política fiscal.

¹² “Se o dispêndio do governo e a tributação fossem perfeitamente coordenados, a maior parte da moeda fiduciária criada para propósitos de dispêndio seria imediatamente drenada em pagamentos tributários; pareceria que dispêndio e tributação eram simultâneos, ou mesmo que os tributos ‘financiaram’ o dispêndio. Somente o déficit do governo pareceria ter sido financiado pela criação de moeda que apareceu como reserva excedente, devendo então ser absorvida pela venda de títulos. Se os tributos, entretanto, fossem pagos habitualmente a cada quadrimestre ou no fim do ano, a moeda fiduciária, injetada quando o governo gastasse quase continuamente ao longo do ano, fluiria para os bancos para ganhar juros, gerando reservas excedentes e forçando o Tesouro e/ou o Banco Central a drenar as reservas através da venda de títulos. Quando os tributos fossem pagos, teriam de ser injetadas reservas para restaurar as posições dos bancos. Os detalhes técnicos são, assim, extremamente complicados e ofuscam o que na realidade é extremamente simples de entender: o governo não pode tributar ou vender títulos antes de gastar; o dispêndio ‘financia’ o pagamento de tributos e a venda de títulos, e não o contrário. Neste exemplo, as ‘operações do Tesouro’ têm a ver principalmente com a determinação da quantidade e do valor da moeda fiduciária, enquanto as ‘operações do Banco Central’ têm a ver principalmente com a determinação da taxa de juros de curto prazo. Embora as vendas primárias de títulos sejam normalmente tratadas como política fiscal, elas são realmente parte da política monetária. Na verdade, em vez de se pensar na venda de títulos como equivalente ao ‘financiamento do déficit’, talvez seja mais instrutivo pensar nos títulos apenas como dinheiro que rende juros (mantidas em contas governamentais especiais), quando mantidas pelos bancos. É claro que nada disso traz nenhuma mudança significativa – o ‘governo’ pode ser tratado como a consolidação dos balanços contábeis do Tesouro e do Banco Central, sem que nenhum argumento seja perdido” (WRAY, 1998, pp.188, 189).

cartalista seguida por Randall Wray determina que os tributos não regulam o orçamento público, mas o sistema econômico como um todo, no momento em que o Estado ofertará a quantidade de moeda que saberá que irá arrecadar, ou seja, regulará a oferta e a demanda de moeda sistematicamente. Em certo momento, se pode afirmar que sob a égide da moeda cartalista a criação e a destruição da moeda são atribuições exclusivas da política fiscal, tanto pelos gastos, quanto pelos impostos na etapa final, pelo fato de que as contas do Tesouro Nacional e do Banco Central são diretamente integradas, se exercendo a política fiscal a partir das próprias dependências do Banco Central.

As diferenças fundamentais da Teoria da Realocação da Poupança Interna em relação às demais teorias monetárias de origem cartalista, sobretudo a Teoria das Finanças Funcionais, se referem ao mecanismo de criação e destruição de moeda, e à atribuição das transformações reais da economia às variáveis reais, lastreadas pela obtenção de ganhos de produtividade por todo o sistema durante as fases de crescimento econômico. Na Teoria da Realocação da Poupança Interna, a injeção e a retirada de moeda são automáticas, exclusivas no âmbito da política monetária, e executadas por uma modalidade diferenciada de recolhimento de depósitos compulsórios sobre os depósitos à vista, no percentual de 100%, paralelo ao recolhimento convencional de depósitos compulsórios sobre os depósitos à vista. A política fiscal, no âmbito da criação de moeda, cumpre a função prévia de expansão da poupança interna, ao expandir a poupança privada através das desonerações tributárias para as famílias e para as empresas. Os recursos destinados aos gastos/investimentos públicos (componentes da política fiscal) são oriundos da respectiva criação de moeda, proveniente da política monetária, isto é, se promove a política fiscal (pelos gastos e investimentos) a partir dos instrumentos específicos da política monetária.

A contraposição teórica, estabelecida pela rejeição da utilização dos impostos como meio de destruição da moeda, condiz ao fato de que a velocidade de ajuste dos portfólios bancários pela política fiscal é diferente em relação à mesma na política monetária. A política monetária possui uma velocidade de ajuste muito superior à velocidade da política fiscal quanto à criação e à destruição de moeda, vide a recomendação da utilização de títulos públicos, por Abba Lerner, como instrumento de destruição de moeda, além da própria tributação, conforme as *leis das finanças funcionais*¹³. Pela mesma razão, a eficiência da política monetária pode ser comprovada também através dos recolhimentos de depósitos compulsórios sobre os diversos agregados monetários, ainda

¹³ “Nossa visão se controla a partir da abordagem keynesiana e está provavelmente muito estreitamente relacionada com a abordagem das leis das finanças funcionais de Abba Lerner. De acordo com Lerner, *a ideia central é que a política fiscal do governo, seu dispêndio e tributação, sua tomada e repagamento de empréstimos, sua emissão de nova moeda e sua retirada de circulação [do mercado] serão todos tratados tendo exclusivamente em vista os resultados destas ações na economia, não em alguma doutrina tradicional estabelecida sobre o que é ou não saudável [Lerner, 1943,p.39]*” (WRAY, 1998, p.95).

mais se uma taxa paralela, da ordem de 100%, vier a ser instituída sobre depósitos específicos, criados pelo Tesouro Nacional.

A principal teoria keynesiana, a ser entrelaçada no que tange à mensuração da magnitude do crescimento econômico, corresponde à Teoria do Orçamento Equilibrado, também conhecida como Teorema de Haavelmo. Por esta teoria, o multiplicador keynesiano possui valor igual a 1. Todo gasto ou investimento público é financiado pelo aumento de arrecadação de igual magnitude, promovendo um crescimento da renda de igual valor, conforme a seguinte regra: $\Delta G = \Delta T = \Delta Y$ ¹⁴. A Teoria da Realocação da Poupança Interna percorre o mesmo caminho, com a diferença notória de que pela Teoria do Orçamento Equilibrado o limite para o crescimento econômico é dado pela capacidade máxima de elevação da carga tributária, enquanto que pela Teoria da Realocação da Poupança Interna não existe tal restrição, pois a tributação não possui a função de geração de receitas públicas. Por este sistema, são promovidas amortizações da dívida pública interna, pelo direcionamento dos gastos públicos para tal função. Num respectivo processo de liberação da poupança interna frente à redução do estoque de títulos públicos vincendos, por não haver mais a dependência da formação de superávits primários para o pagamento destes títulos.

A nova equação do crescimento, a partir da variação dos gastos/investimentos públicos passa a ser: $\Delta G = \Delta SFM$ ¹⁵ = ΔY , no lugar da equação original do Teorema do Orçamento Equilibrado: $\Delta G = \Delta T = \Delta Y$ ¹⁶. O limite para a criação e destruição automáticas de moeda (injeções e vazamentos automáticos de renda), que corresponde à realocação da poupança interna (privada e pública), é dado pelo produto potencial e pela poupança externa. A expansão dos gastos/investimentos públicos deve ser conduzida de modo a não ser atingido o ponto em que a economia começar a incorrer em expressivos déficits em conta corrente, quando se começa a verificar uma diminuição no estoque de reservas internacionais, e quando se exaure os limites impostos pelo produto potencial. O produto potencial é uma imprescindível restrição do lado real da economia.

A realocação da poupança interna, que contempla os ciclos de investimentos e reinvestimentos através da criação e da destruição automáticas de moeda, tem seu limite na exaustão da margem do produto potencial, no que se convencionaria por uma situação acima do pleno emprego, e na condição de crescimento econômico que passa a ser dependente de forma crônica do uso da poupança externa¹⁷.

¹⁴ Ver (VASCONCELLOS, 2000, p.132).

¹⁵ ΔSFM representa o montante de poupança interna realocado pelo mecanismo de substituição de fluxos monetários.

¹⁶ “Suponha que os gastos públicos e os impostos aumentem em montantes iguais e, assim, no novo equilíbrio o superávit orçamentário fique inalterado. Em quanto o produto aumentará? A resposta é que, para esse experimento especial, o multiplicador é igual a 1. O produto aumenta no mesmo nível do aumento dos gastos públicos, e nada mais” (DORNBUSCH, FISCHER, STARTZ, 2008, p.205).

¹⁷ “Quando prevalece a política de crescimento com poupança externa, e, portanto, de déficits em conta corrente, a taxa de câmbio se mantém em um nível relativamente apreciado, fazendo com que os salários e ordenados se elevem (em relação à posição associada à taxa de câmbio de referência) e a massa de salários e ordenados se mantenha em um nível

Realocar a poupança interna significa converter as poupanças privada e pública, depositadas à vista no sistema bancário-monetário, em investimentos,¹⁸ e em seguida em novos depósitos, após a maturação dos investimentos, de modo a manter equilibrado o estoque inicial de meios de pagamentos (moeda escritural + moeda manual) e as posições originais de liquidez dos demais agregados monetários em relação a estas operações. Promove-se, desta forma, o crescimento econômico, dados os limites do produto potencial e do saldo em conta corrente do balanço de pagamentos; o que garante a estabilidade do nível de preços em função da efetivação de ganhos de produtividade, oriundos deste processo de maturação dos investimentos. Como definição, a partir das Contas Nacionais, a poupança interna é entendida como o saldo da conta de apropriação da renda, também conhecida como Renda Nacional Disponível Líquida. Este saldo corresponde à diferença entre os seguintes valores agregados de renda: (Salários + Excedente Operacional Bruto + Impostos Indiretos – Subsídios – Depreciação – Renda Enviada ao Exterior + Renda Recebida do Exterior) – (Consumo das Famílias + Consumo do Governo) (VASCONCELLOS, 2000, p.35). Pela Teoria da Realocação da Poupança Interna, o saldo da poupança interna se origina da transformação dos depósitos à vista, ociosos no sistema bancário, em recursos públicos na figura de investimentos. Os gastos públicos percorrem o mesmo caminho, dado que a receita pública é determinada pelo mecanismo de substituição de fluxos monetários, mecanismo o qual, responsável pela execução dos gastos e dos investimentos públicos. Neste caso, receita pública = gasto público, e poupança pública = investimento público, numa equação de equilíbrio dinâmico, sendo ambos os lados determinados de forma simultânea, pela criação e destruição automáticas de moeda.

A expansão do saldo da poupança interna será observada, tanto em termos monetários, quanto em termos percentuais de renda, como decorrência das reformulações do aparato monetário e tributário. De fato, a própria extinção de diversos níveis de tributação já é um próprio mecanismo prévio, automático, de expansão da poupança privada, que se soma à expansão da poupança pública pela utilização dos depósitos à vista através do mecanismo de substituição de fluxos monetários. Efetiva-se, no primeiro momento, uma expansão exógena, *ex-ante*, através de uma ampla reforma tributária (extinção dos impostos sobre o valor agregado, e de outras modalidades de impostos e

artificialmente elevado – ou seja, incompatível com sua produtividade, ou com a taxa de lucros satisfatória que mantém a economia crescendo – enquanto os lucros caem. Assumindo-se que o efeito do primeiro movimento é maior que o do segundo sobre o consumo, já que a propensão a consumir dos trabalhadores e da classe média é muito maior do que a dos capitalistas, o consumo aumentará e se manterá elevado com a apreciação relativa da moeda, diminuindo a poupança interna. A poupança interna, portanto, é função da taxa de câmbio” (BRESSER-PEREIRA, 2008, p.85).

¹⁸ “Aumentar o investimento público gera diretamente empregos e renda. O trabalhador que foi contratado para construir uma estrada, que estava desempregado, não tinha renda. Passa a tê-la. Passa a gastar, a comprar calçados e vestimenta, por exemplo. As fábricas de calçados e roupas, para atender a nova demanda, devem contratar mais trabalhadores e comprar mais insumos. Assim, mais empregos e mais compras se espalham pela economia. Logo, o investimento público faz crescer, possivelmente, o investimento privado e, certamente, o consumo” (SICSÚ, 2008, p. 152).

contribuições, ampliando a poupança privada), e uma expansão *ex-post*, de forma endógena, resultante da maturação de diversos investimentos, através dos ganhos de produtividade.

Com isto, o próprio conceito de “gasto público” deixa de ser visto como um entrave prévio à formação da poupança pública, e passa a ser entendido como um elemento da despesa, que possui uma contrapartida automática na receita¹⁹ advinda da simultaneidade entre a criação e a destruição da moeda, ou seja, o gasto público deixa de ser uma restrição *ex-ante* à poupança pública para se tornar um elemento (resultante) *ex-post* da própria poupança pública, em função do crescimento econômico. A formatação do orçamento público pela Teoria da Realocação da Poupança Interna assume uma conotação em que a receita pública, agora desvinculada da tributação, gera seus recursos a partir da disponibilização (alavancagem) de depósitos à vista (públicos e privados), da mesma forma que a poupança pública, dados os limites reais da economia, como o produto potencial e o saldo em conta corrente do balanço de pagamentos. Como a utilização destes depósitos não implica em redução dos níveis de encaixes dos bancos comerciais (saldos disponíveis para saques dos correntistas), e muito menos em reduções dos próprios saldos das contas bancárias, a alavancagem destes mesmos depósitos se encarrega de expandir a poupança interna²⁰ (pública e privada).

O crescimento endógeno da poupança interna resulta da redistribuição da oferta de moeda para a execução de um maior nível de investimento agregado, e da conseqüente geração, também endógena, destes ganhos de produtividade. Vale lembrar que a extinção de diversas modalidades de tributação, por si só, já expande a poupança privada, e no momento em que não há uma contrapartida da redução da poupança pública, de mesma magnitude, em favor deste crescimento da poupança privada, se configura uma expansão da poupança interna como um todo. Pode-se dizer que este sistema de autofinanciamento das Finanças Públicas promove a ampliação de forma concomitante (simultânea) da poupança interna (pública e privada) e da taxa de investimento agregado.

O crescimento do nível de investimento, por este sistema, não se comporta de modo semelhante ao formato de *crowding-out* parcial do modelo IS-LM, onde um incremento na demanda expulsa uma outra parcela da demanda, elevando a taxa de juros, numa nova posição de equilíbrio, dentro de uma análise estática comparativa. A análise aqui em questão é dinâmica, ocorrendo rearranjos institucionais na formação da poupança interna (pública e privada), capazes de arrefecer as pressões em relação à subida da taxa de juros de mercado, através dos efeitos dos ganhos de produtividade sobre as decisões de investimento e de poupança, compatibilizando os níveis entre a

¹⁹ O mesmo método de definição é aplicado ao investimento público, ou seja, despesas de investimento.

²⁰ Transformação de recursos monetários em recursos reais, expressos em termos de contas nacionais, através dos efeitos dos ganhos de produtividade sobre as diversas fases de crescimento econômico.

oferta agregada e a demanda agregada. Inclusive, o direcionamento da poupança pública pelo Estado também contempla o papel ativo dos bancos públicos sobre a oferta de crédito interno, sobretudo quanto ao crédito destinado ao investimento, forçando a concorrência entre os bancos no que concerne à determinação das taxas de juros. Na questão da oferta agregada, o investimento público²¹ se responsabiliza pelo provimento da infraestrutura (portos, aeroportos, rodovias, ferrovias, energia elétrica, etc) para a dinamização das cadeias produtivas, resultando a posterior, de forma endógena, no crescimento da poupança interna. A definição de poupança interna, dentro deste arcabouço metodológico, situa a determinação da poupança e do investimento de forma simultânea (pela criação e destruição automáticas de moeda) não apenas como um elemento estabilizador automático da renda, mas como uma ampliação do modelo original keynesiano. No modelo keynesiano o investimento precede a renda, e pela sistemática aqui apresentada se define a realocação (alavancagem) da poupança interna como condição para a determinação simultânea da poupança e do investimento. Determinação tal, que assume um novo patamar de desenvolvimento de estágio bancário, responsável pelas novas posições de equilíbrio dos portfólios bancários, e da própria renda agregada²².

O entrelaçamento da Teoria da Realocação da Poupança Interna com as demais teorias de origem keynesiana se faz necessário por se tratar de uma teoria que visa à ampliação do horizonte de aplicação das políticas keynesianas, sobretudo no que concerne aos conceitos de poupança e de investimento. A noção keynesiana de que o investimento precede a renda, sendo a poupança endógena, e formada como resíduo final do investimento, pode ser vista nos trabalhos de Victoria Chick a respeito dos estágios de desenvolvimento do setor bancário-financeiro.

No 1º estágio, os bancos meramente representavam uma espécie de guardiões das poupanças privadas; no 2º estágio os depósitos passam a ser tratados como meios de pagamento, passando a ser usados como moeda; no 3º estágio existe a possibilidade de empréstimos entre bancos, tornando os empréstimos livres da restrição das reservas bancárias²³; no 4º estágio a imensa

²¹ “Um aumento “autônomo” da taxa de poupança pública reduz a taxa de juros, eleva os investimentos públicos, e permite a redução da carga tributária, todos com efeito positivo sobre o investimento. Diante de uma maior taxa de crescimento e também expectativa de crescimento, as empresas podem aumentar a retenção de lucros, elevando a taxa de poupança, para financiar novos investimentos. Em determinadas circunstâncias, o aumento da poupança pública e corporativa podem ser condições para maior crescimento via autofinanciamento. O investimento significa, ao mesmo tempo, crescimento da demanda agregada e da capacidade produtiva, ambas pré-condições para um maior crescimento sustentado da renda” (AMADEO, MONTERO, 2004, p.296).

²² Numa própria alusão ao mecanismo de *crowding-out* da síntese neoclássica, se pode afirmar que o modelo de *crowding-out* aqui empregado corresponde a uma redução do consumo agregado como proporção do PIB em favor de um aumento, de mesma magnitude, do investimento, de forma prioritária, e dos gastos do governo, em segundo plano, numa recomposição dos componentes da demanda agregada por força da nova estrutura de política monetária. Os novos parâmetros da política monetária passam a compreender os instrumentos de recanalização do crédito justamente para o investimento em detrimento do consumo agregado. Por extensão, os gastos públicos assumem também a lacuna deixada por esta retração induzida do consumo agregado.

²³ “Agora, estas limitam o sistema como um todo, e não mais cada banco individualmente. Assim, o mecanismo do multiplicador monetário não é mais o responsável pela possibilidade de criação de moeda, os bancos podem estender

leva de diversificações dos produtos do sistema financeiro transformou os depósitos bancários na principal fonte de criação da moeda e de alavancagem destes próprios depósitos, nesse estágio, a autoridade monetária assume o papel de prestador de última instância, neste momento, não só os bancos, de forma individual, se libertam dos limites impostos à criação de crédito, em alusão ao 3º estágio, mas todo o sistema se liberta deste limite. Assim, a expansão do crédito estará vinculada às expectativas dos bancos. Expectativas estas, as quais influenciarão o preço do crédito e a respectiva quantidade ofertada, podendo já aí se verificar o papel da preferência pela liquidez dos bancos; no 5º estágio os bancos procuram novos depósitos com o propósito de reequilibrar os balanços e de dar continuidade ao próprio processo, dada à expansão do crédito. Esse estágio pode ser classificado como o estágio da administração de passivos (*liability management*) (AMADO, 1999).

A semelhança entre os trabalhos de Victoria Chick e a Teoria da Realocação da Poupança Interna é o ponto a respeito da relevância da poupança endógena, para a Teoria da realocação da Poupança Interna o principal eixo de crescimento da poupança interna se dá pelo fato desta ser endógena, ou seja, vir a se expandir através da realocação (alavancagem) da parcela ociosa da oferta de moeda²⁴, e através da efetivação (maturação) dos investimentos. A substituição de fluxos monetários cumpre o seguinte papel em alusão à lógica de Victoria Chick: se o investimento precede a renda, a substituição de fluxos monetários precede o investimento. A moeda em si é o próprio “capital” do Estado, responsável pelo ciclo de investimentos e reinvestimentos, através da substituição de fluxos monetários (criação e destruição automáticas de moeda sem expansão dos meios de pagamentos). Este mecanismo descreve uma sequência de injeções e vazamentos simultâneos de renda; seria uma espécie de “6º estágio” do desenvolvimento bancário, em que a criação e a destruição automáticas de moeda não estariam vinculadas aos conceitos de exogenia (vertical, do Banco Central para os bancos) e de endogenia (horizontal, dos bancos para os próprios bancos) da moeda, mas se trata de um sistema autônomo e independente em relação à circulação monetária. A atuação das reservas extra-bancárias, com a criação dos recursos autônomos, se diferencia da criação de moeda a partir do mercado de reservas bancárias, pois a interação do Banco Central com os bancos, neste caso, não se estabelece do mesmo modo que é feito nas operações de redesconto, pois não se trata de operações de concessão de crédito aos bancos. Mas de depósitos do

crédito além das possibilidades impostas por aquele mecanismo. Contudo, apesar dessa maior flexibilidade, eles ainda observam a perda/ganho de reservas quando da decisão de estender crédito. Por exemplo: se um banco observa saldos negativos na balança comercial de uma determinada região, procurará saber se trata de déficits conjunturais ou estruturais. Caso sejam conjunturais, ele continuará estendendo crédito, se forem estruturais, o crédito a essa região será restringido. Para o terceiro estágio do desenvolvimento bancário, Dow (1987) desenvolve um modelo em que existe a possibilidade de empréstimos interbancários. Nesse modelo, ela inverte a direção de causalidade monetarista e passa a trabalhar com a ideia de que é o crédito que cria os depósitos e que o real limite ao crescimento vem do crédito” (AMADO, 1999, p.218).

²⁴ O próprio Keynes classificava como depósitos passivos, aqueles depósitos que seriam em tese depósitos de poupança, e que de fato assumiam um caráter de ociosidade perante aos ciclos produtivos.

Tesouro Nacional, estabelecendo um crédito a este, e cujo valor é integralmente sacado do montante de depósitos à vista do respectivo banco onde fora efetuado o depósito.

Para a descrição dos resultados obtidos, pela expansão dos investimentos públicos e pelas reestruturações institucionais do sistema bancário-monetário, tributário, e do mercado de trabalho, se aplica a questão da geração de ganhos de produtividade conforme os modelos de crescimento endógeno de inspiração kaldoriana. A geração de ganhos de produtividade se apresenta, então, como um elemento-chave para as fases de expansão da capacidade produtiva, ou seja, de expansão do produto potencial. Esta etapa da fundamentação metodológica da Teoria da Realocação da Poupança Interna, pela introdução dos modelos de crescimento endógeno, diz respeito à descrição dos respectivos processos de geração destes ganhos de produtividade. Os modelos de crescimento endógeno²⁵ de inspiração kaldoriana desempenham de tal modo a função de observação da ampliação da oferta agregada, correspondentes às transformações do lado real da economia, asseguradoras dos níveis de estabilidade dos preços e, por conseguinte, da estabilidade macroeconômica como um todo, tendo como limites para o crescimento econômico as questões do produto potencial e da restrição externa²⁶. O mecanismo de substituição de fluxos monetários se encaixa no conceito de crescimento endógeno pelo fato de que este possui a atribuição de promover redistribuições de renda a partir da redistribuição da oferta de moeda, a qual alterará a própria dinâmica interna de crescimento. A redistribuição de renda representa a redistribuição do acesso à moeda dos agentes com menores propensões a gastar/investir para os agentes de maiores propensões a gastar/investir²⁷, mantendo-se constante o nível da oferta de moeda²⁸. Para uma

²⁵ “Para Kaldor, o progresso tecnológico e a acumulação de capital são necessariamente interdependentes, de maneira que o dinamismo tecnológico da economia é ao mesmo tempo um determinante fundamental e um resultante básico de sua taxa de crescimento. Kaldor formalizou esta ideia de várias maneiras, começando com a função progresso tecnológico em seus trabalhos iniciais (Kaldor, 1957, 1961), onde a taxa de crescimento da produtividade do trabalho é positivamente relacionada à taxa de crescimento da relação capital-trabalho, até a chamada Lei de Verdoorn em escritos posteriores (Kaldor 1966), onde a taxa de crescimento da produtividade do trabalho é positivamente relacionada à taxa de crescimento da economia” (LIMA, 1999, p.207).

²⁶ Os modelos citados têm justamente a função de descrever as trajetórias de crescimento econômico, a partir das transformações tecnológicas e dos respectivos ganhos de produtividade. Pela Teoria da Realocação da Poupança Interna a poupança assume uma dimensão *endógena*, ao resultar da alavancagem de depósitos à vista ociosos, e de novos depósitos à vista, provenientes do excedente de renda, gerado pela maturação dos investimentos após o crescimento econômico.

²⁷ “Políticas de gastos públicos somente geram crescimento quando pelo menos uma de duas condições é atendida (ou quando há uma combinação favorável delas): (i) quando há um aumento de gastos do governo ou (ii) quando o mesmo volume de gastos é redirecionado para favorecer aqueles que têm uma alta propensão a gastar, isto é, por exemplo, quando quem passa a receber o gasto do governo são “pobres” que gastam o que recebem – e “ricos”, que recebiam o gasto público, deixam de receber – eles poupavam o que recebiam. “Pobres” gastam o que recebem e geram empregos e renda. “Ricos” já têm o seu consumo satisfeito, o que ganham a mais poupam, não geram empregos nem renda. Esta deve ser a arte da política fiscal de gastos que não aumenta gastos: transferir o gasto público que representava renda daqueles que têm baixa propensão a gastar para aqueles que têm alta propensão a gastar. Isto não é um problema exclusivamente social, mas fundamentalmente uma questão de operação macroeconômica” (SICSÚ, 2008, pp.152, 153).

²⁸ O crescimento da produtividade resulta justamente deste mecanismo de rearranjo da oferta de moeda conforme as propensões a gastar/investir dos agentes da economia. O mecanismo de substituição de fluxos monetários se firma, pelo lado da produção, como o instrumento da política monetária que viabiliza as desonerações tributárias, e o consequente

mesma quantidade de moeda em circulação, reestruturam-se os componentes da demanda agregada, reduz-se o consumo em favor do investimento, e realocam-se as decisões de investimento, isto é, a demanda efetiva, resultante do processo de estruturação concomitante do investimento público e da poupança pública, por meio dos instrumentos de criação e de destruição automáticas de moeda; injeções e vazamentos simultâneos de renda que dispensam os mecanismos de tributação sobre o valor agregado para a formação da poupança pública, todavia sem consistirem em receitas de senhoriagem, dado que o processo de emissão monetária será efetivado mediante a destruição automática de moeda, ou vazamento de renda propriamente dito, determinando a constituição e a execução das Finanças Públicas pela integração direta entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, conforme o mandamento maior da abordagem cartalista da moeda de Knapp, Lerner, e Wray. No entanto, sem representar quaisquer formas de expansão da oferta nominal de moeda, mas por representar a realocação (reutilização) da mesma oferta de moeda em circulação, para a execução de gastos e de investimentos públicos, obtendo-se, de tal forma, a geração de recursos autônomos para a condução da demanda efetiva²⁹ pelo Estado.

O modelo de Kaldor se enquadra na proposta de crescimento econômico da Teoria da Realocação da Poupança Interna por ser um modelo de descrição de obtenção de rendimentos crescentes de escala em razão da mudança dos patamares de tecnologia. Este é o modelo de crescimento mais comumente empregado pela escola pós-keynesiana. O modelo de Kaldor tem como preceito a questão da observação da mudança estrutural³⁰ e do crescimento com restrição

crescimento da produtividade do capital. Converte-se este, também no principal “instrumento” de legitimação do princípio keynesiano da não-neutralidade da moeda, ao realizar reorganizações de ordem monetária e tributária que produzem expansões no lado real da economia, pelo crescimento da produtividade dos fatores de produção (trabalho e capital), ou seja, são efetivadas alterações nas quantidades finais do produto sem haver alterações nos preços. Os ganhos de produtividade asseguram a estabilidade de preços e a expansão real da economia, sendo o “lastro real” dos rearranjos institucionais do lado monetário fiduciário e do lado tributário, o que até pela metodologia novo-keynesiana poderia vir a ser chamado de “fundamentação microeconômica” para as transformações reais de ordem macroeconômica. De certo modo, é possível enfatizar o papel dos incrementos de produtividade como uma forma de se interligar os efeitos microeconômicos à expansão das variáveis reais, dentro de uma dimensão macroeconômica.

²⁹ Por demanda efetiva, se pode interpretar a análise de Kalecki como sendo a transformação dos elementos da demanda agregada em gastos “autônomos”. “O princípio da demanda efetiva concebe como ‘autônomo’ qualquer tipo de gasto, e não apenas um déficit público ou um superávit no comércio exterior. Até mesmo o consumo dos assalariados, em tese, pode ser visto como gasto autônomo – apesar de que, na hipótese de que os trabalhadores nada poupem, o montante desse consumo seja necessariamente igual à própria soma dos salários recebidos” (BALTAR; POSSAS, 1981, p.109).

³⁰ “Modelos com mudanças tecnológicas endógenas, portanto, exibem rendimentos crescentes de escala, levados em conta os efeitos de aumento no capital e na mão-de-obra sobre a tecnologia. Rendimentos crescentes de escala têm implicações importantes para as políticas econômicas. Com rendimentos crescentes, mudanças na taxa de poupança e, portanto, na taxa de formação de capital, podem ter efeitos permanentes sobre a taxa de crescimento de equilíbrio de longo prazo. Esse resultado contrasta com a teoria do crescimento neoclássica, em que o efeito de mudanças na taxa de poupança sobre a taxa de crescimento era meramente temporário. Com rendimentos crescentes, é possível que, levando em conta o efeito positivo que a formação de capital tem sobre o nível de tecnologia, um aumento na taxa de poupança e, portanto, na taxa de formação de capital resulte em um aumento proporcional na taxa de crescimento da produção. Se isso acontecer, a depreciação não aumentará como fração da produção e não absorverá o nível mais elevado de poupança. A taxa de formação de capital e a taxa de crescimento da produção ficarão permanentemente mais altas. Assim, com mudanças tecnológicas endógenas e, portanto, com rendimentos crescentes de escala, políticas econômicas que afetem a taxa de poupança e, dessa forma, a taxa de formação de capital afetarão também a taxa de crescimento de equilíbrio de longo prazo. Como muitas políticas econômicas governamentais, potencialmente, têm efeitos sobre essas

externa (FEIJÓ, Carmem, 2008). Daí a importância de sua aplicação, não só pela descrição da obtenção de ganhos de produtividade a partir de rendimentos crescentes de escala, mas por que a Teoria da Realocação da Poupança Interna vislumbra exatamente a criação de um modelo de crescimento econômico baseado na utilização plena da poupança interna, e que dispense gradativamente a captação de poupança externa no processo de formação bruta de capital fixo.

4. Substituição de Fluxos Monetários (base monetária, reservas bancárias, e reservas extra-bancárias)

O conceito de base monetária corresponde ao somatório do papel-moeda em poder do público (moeda manual) mais as reservas bancárias. A introdução do conceito de reservas extra-bancárias representa a noção de reservas constituídas a partir da emissão monetária (em qualquer montante), requerida em função das necessidades de atendimento à demanda de moeda dos setores previamente planejados conforme este sistema. Tendo o montante de moeda emitido, a denominação de recursos autônomos, pois estes não são oriundos das receitas orçamentárias convencionais, não sendo contabilizados como acréscimos da base monetária e dos meios de pagamentos em função do mecanismo automático de injeção e retirada de moeda. Referem-se a uma nova modalidade de reservas bancárias, que são externas à base monetária (não consideradas no cômputo da base monetária), em que tais recursos não estão disponíveis aos empréstimos do Banco Central junto ao sistema bancário (operações de redesconto), e que também não são utilizados como fundos para aplicações do mercado financeiro³¹. A origem e a destinação dos recursos autônomos existem de forma única e exclusiva para a operação de substituição de fluxos monetários. Em hipótese alguma estes recursos devem ser confundidos como receitas de senhoriagem. Toda unidade monetária, emitida e posta em circulação, é retirada (enxugada) de forma automática, e redirecionada para as mesmas reservas de sua origem (reservas extra-bancárias) através do regime especial de depósitos, o qual será descrito a posteriori. A substituição de fluxos monetários, como o próprio termo diz, significa substituir linhas de crédito, formas de financiamento, custeio, e investimento de determinados setores da economia, ou seja, substituir o excedente monetário oriundo das isenções fiscais, das desonerações de diversos pagamentos (públicos e privados), além de realocar depósitos à vista ociosos no sistema bancário-monetário. Estes setores passam agora a serem custeados pelas reservas extra-bancárias³².

variáveis, as ações do governo passam a ser importantes para o crescimento de longo prazo” (FROYEN, 1999, pp. 452, 453).

³¹ Deve-se ter a noção clara de que estes recursos não representam uma extensão dos agregados monetários.

³² O que de fato ocorre é a substituição de um fluxo monetário antigo (proveniente do funcionamento tradicional do sistema econômico) por um novo fluxo, originado da emissão de moeda (que é retirada imediatamente de circulação), na qual a oferta de moeda é mantida constante, havendo apenas uma redistribuição interna desta mesma oferta.

Identidade Contábil do Mecanismo de Substituição de Fluxos Monetários

Isenções Fiscais	
+	
Desvinculações de Pagamentos do Orçamento Público	= Recursos Autônomos
+	
Realocações de Depósitos à Vista Ociosos	

Fonte: Elaboração própria

A viabilidade de todo este sistema se dá pela razão de se manter os encaixes iniciais dos bancos comerciais inalterados (reservas disponíveis aos correntistas para as operações de saque), e pelo fato de que os novos recursos depositados corresponderem de forma integral à retirada de moeda de circulação, sem haver qualquer expansão monetária decorrente destas operações automáticas de injeção e de saque de moeda no sistema bancário-monetário. Estes depósitos à vista (criados pelas reservas extra-bancárias) resultam a posterior em saques³³, e novamente em depósitos³⁴, entretanto, a regularidade dos níveis de encaixes deve ser feita através do mercado

³³ O mecanismo de injeção e retirada de moeda se dá através de um regime especial de depósitos, em que se estabelece uma nova forma de movimentação em conta bancária, de uso exclusivo do Tesouro Nacional. Os recursos autônomos, provenientes das reservas extra-bancárias do Banco Central, são depositados nas respectivas contas bancárias dos agentes econômicos que se enquadram nas normas pré-estabelecidas para o recebimento destes recursos.

³⁴ No mesmo instante do depósito, o Tesouro Nacional realiza um saque de igual valor, no mesmo banco em que se efetuou o depósito, sendo tais recursos recolhidos para as reservas extra-bancárias. Assegura-se, de tal maneira, a manutenção do nível original de liquidez, e assim por diante é gerado um processo cíclico (depósitos e saques automáticos) quanto à utilização dos recursos autônomos. Este regime de depósitos é regulado pela “Taxa de Recursos Autônomos”, que é uma taxa de recolhimento compulsório no percentual de 100% sobre os depósitos à vista gerados pelas reservas extra-bancárias no sistema bancário. Recursos estes, chamados de “recursos autônomos” por serem determinados de forma autônoma (independente) à renda agregada. Esta taxa especial de recolhimento compulsório sobre os recursos autônomos é dada de forma paralela, e coexistente, à taxa convencional de recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista do sistema bancário.

interbancário, e pelo recolhimento convencional de depósitos compulsórios³⁵ sobre os depósitos à vista, dentro de um quadro tradicional de gerenciamento de liquidez³⁶.

A não-variação da oferta de moeda em função destas operações afirma a independência entre o mecanismo de substituição de fluxos monetários e a expansão dos meios circulantes. Estabelece-se assim, a coexistência de duas taxas de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista: a taxa convencional sobre os depósitos à vista tradicionais (instrumento da política monetária para o gerenciamento da liquidez), e a taxa de recursos autônomos (100%), incidente sobre os recursos autônomos que vierem a ser depositados nos bancos comerciais.

O ponto crucial destes lançamentos é o fato de que esta espécie de depósito compulsório, no patamar de 100%, se difere dos outros recolhimentos compulsórios sobre os demais depósitos à vista. Primeiro, por estarem depositados no Banco Central em uma conta distinta, de movimentação exclusiva do Tesouro Nacional. Segundo, porque esta conta (Reservas Extra-Bancárias) não permite as operações tradicionais de redesconto para os bancos comerciais. Por último, o que caracteriza o conceito de “recursos autônomos” é exatamente a noção de criação e destruição (de forma instantânea) de moeda, sem interferir na oferta de moeda.

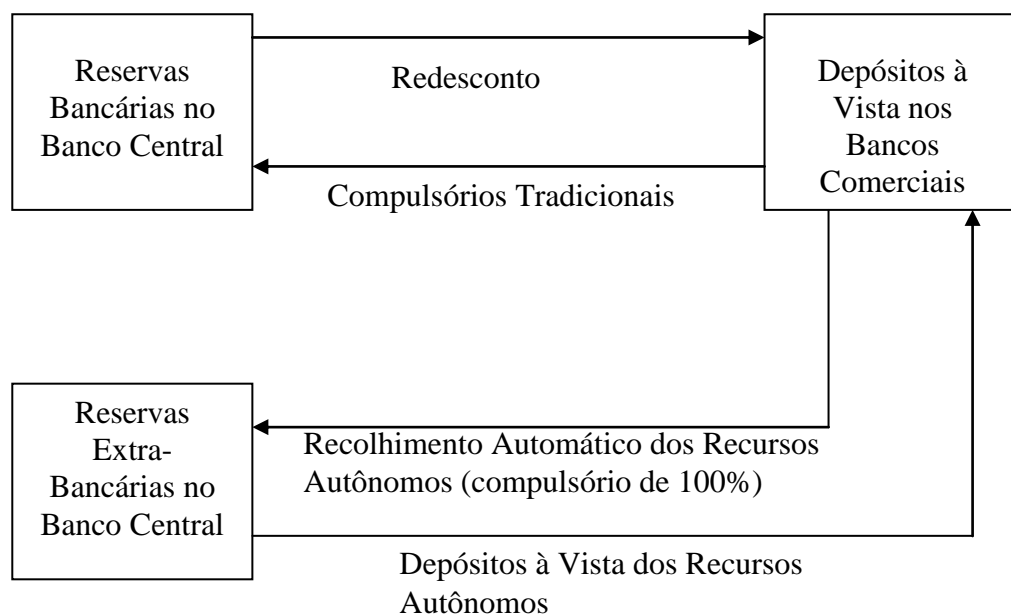
A coordenação entre a taxa tradicional de compulsórios e a nova taxa paralela de 100% (exclusiva para a moeda emitida pelo Tesouro Nacional) é um elemento operacional que também vem a se constituir numa inovação em relação à Teoria das Finanças Funcionais, pois além de se promover uma integração direta entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, conforme preconiza a Teoria das Finanças Funcionais, se promove o enxugamento automático não apenas da moeda emitida para fins de execução dos gastos e dos investimentos públicos, mas também se possibilita a

³⁵ “Os Bancos Centrais podem racionar a quantidade de recursos líquidos à disposição dos bancos com o estabelecimento de depósitos compulsórios. Em geral, estes são calculados como um percentual sobre a captação por depósitos, e recolhidos em espécie ao Banco Central, na conta de Reservas Bancárias. O exigível, o montante a ser recolhido, é calculado sobre a média diária dos valores sujeitos a recolhimento em determinado período, chamado de período de cálculo. O tempo obrigatório de permanência desses depósitos na conta de Reservas Bancárias é chamado de período de movimentação. A regra do compulsório concede certa flexibilidade no manuseio dos recursos mantidos no Banco Central, através da exigência do saldo médio e do saldo mínimo num dado intervalo de tempo. Assim, de forma indireta, fica definido um saldo máximo que admita a minimização do custo de oportunidade representado pela perda dos juros com o recolhimento compulsório. O grande poder que o Banco Central possui para controlar o mercado de reservas bancárias está em, além de ser o ofertante monopolista de papel-moeda, conseguir garantir, no curto prazo (período de movimentação), uma demanda relativamente previsível, através do recolhimento compulsório. Através do gerenciamento de liquidez, ele busca regular a instabilidade do saldo de reservas bancárias, que se confronta com a estabilidade do exigível (saldo médio) a ser mantido nesse período de movimentação” (COSTA, 1999, p.147).

³⁶ A flexibilidade dos limites de crédito para os bancos, através do uso do redesconto, só será permitida se for comprovado (em casos extremos) o excesso do volume de saques em relação aos depósitos em função das operações de substituição de fluxos monetários, de acordo com as normas de supervisão bancária do Banco Central. Tais medidas visam à manutenção do equilíbrio das posições de liquidez dos portfólios bancários. Como meio de se evitar as crises de solvência e de liquidez, o processo de crescimento da base monetária e dos meios de pagamentos deve observar as condições de expansão do produto real, garantindo a sincronia entre os saldos monetários reais e a agregação do valor, de acordo com as metas de expansão monetária, estabelecidas pela programação monetária do Banco Central. Os possíveis efeitos inflacionários do crescimento da velocidade-renda da moeda (PIB/M1), neste modelo, são neutralizados pelo crescimento prévio do PIB potencial, e pelo impacto do crescimento da produtividade sobre toda a cadeia produtiva.

extinção da tributação sobre os fluxos de consumo, investimento, e de produção, no que vem a representar uma reestruturação do processo de formação da poupança privada, tanto para as famílias, quanto para as empresas, além da própria poupança pública, pela constituição dos investimentos públicos por este instrumento de moeda autônoma, independente da renda e da tributação.

Funcionamento do Sistema de Substituição de Fluxos Monetários (Base Monetária e Recursos Autônomos)



Fonte: Elaboração própria

A taxa tradicional de compulsórios atua no sentido de enxugar o montante de moeda liberado, sob a forma depósitos à vista, resultante da desoneração tributária sobre o valor agregado, impedindo que estes fluxos de moeda viessem a se converter em aumento proporcional do consumo agregado, mas que seja efetivada a formação de um novo patamar de preços relativos favorável prioritariamente ao investimento agregado, e ao consumo somente de forma secundária. Este novo patamar de preços relativos se insere num processo de redistribuição de renda, pela reformulação das propensões a gastar/investir dos agentes da economia, e também pelo fortalecimento do papel da poupança interna na constituição do investimento agregado, por que preços relativos oriundos de desonerações tributárias sobre o valor agregado desestimulam a captação de poupança externa, dado que os bens e serviços internos passam a contar com este diferencial das isenções tributárias frente aos bens e serviços importados, redirecionando não somente a demanda interna pelos bens nacionais (reduzindo o déficit em conta corrente do balanço de pagamentos), mas também a

demanda externa por estes mesmos bens e serviços nacionais, contribuindo também para a redução da utilização de poupança externa, dado o incremento natural às exportações.

5. Conclusões

Neste artigo foi demonstrado que a Teoria da Realocação da Poupança Interna tem como meta principal a prova empírica da eficácia máxima do princípio keynesiano da não-neutralidade da moeda, em que as variáveis monetárias exercem papel determinante sobre a renda, e assim sobre as próprias variáveis reais. A comprovação da manutenção da estabilidade preços através da geração de ganhos de produtividade é o elemento crucial da averiguação da não-neutralidade da moeda, em que transformações de ordem monetária e tributária resultam em transformações de ordem real sem gerar pressões inflacionárias.

O prolongamento da linha de pesquisa da teoria da Teoria da Realocação da Poupança Interna em relação à abordagem cartalista da moeda da Teoria das Finanças Funcionais (Knapp, Lerner, e Wray) consiste no fato de que pelas *leis das finanças funcionais* de Abba Lerner a manutenção do valor da moeda se faz pela capacidade de destruição desta pelo Estado por meio dos títulos públicos e da tributação, enquanto que pela Teoria da Realocação da Poupança Interna a inovação operacional se dá pela introdução de uma taxa de recolhimento compulsório de 100% sobre o valor da moeda emitida. Taxa esta, paralela e concomitante à taxa tradicional de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista. Esta nova taxa de recolhimento de depósitos compulsórios representa a introdução de um mecanismo de criação e de destruição automáticas de moeda, para a execução de gastos e de investimentos públicos, através do enxugamento automático, e previamente planejado, de um montante de moeda de mesmo valor da moeda emitida. Este montante de moeda retirado de circulação, o qual garante o lastro fiduciário da moeda em circulação, provém dos saldos de depósitos à vista dos bancos comerciais, de modo que estes mesmos saldos não sejam alterados pelos processos de injeção e de enxugamento automáticos de moeda pelo Tesouro Nacional.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AMADEO, Edward; MONTERO, Fernando (2004) “Crescimento econômico e a restrição de poupança”, *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. BARROS DE CASTRO, Lavínia; HERRMAN, Jennifer (org.et alii), Rio de Janeiro, São Paulo Campus–Elsevier.
- AMADO, Adriana Moreira (1999) “Moeda, sistema financeiro e trajetórias de desenvolvimento regional desigual”, *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. (orgs. LIMA, Gilberto Tadeu; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando de), Rio de Janeiro, São Paulo: Campus–Elsevier.
- BALTAR, Paulo E. A.; POSSAS, Mario Luiz (1981) “Demanda efetiva e dinâmica em Kalecki”, *Pesquisa e Planejamento Econômico* 11 (1): 107-160, Rio de Janeiro: IPEA.
- BELL, S. A. (1998) *The Hierarchy of Money*. Working Paper 231, The Jerone Levy Economics Institute. Disponível em www.levy.org/modules/publib/files/wp231.pdf.
- _____ (2000) *Do taxes and bonds finance government spending?* Journal of Economic Issues, 34: 603-620.
- _____ (2001) *The role of the state and the hierarchy of money*. Cambridge Journal of Economics, 25: 149-163.
- BELL, S. A.; WRAY, L. R. (2003) *Fiscal effects on reserves and the independence of the FED*. Journal of Post Keynesian Economics, 25 (2): 236-271.
- BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; GALA, Paulo (2008) “Poupança externa, insuficiência de demanda e baixo crescimento”, *Economia do desenvolvimento: teoria e políticas keynesianas* (orgs. SICSÚ, João; VIDOTTO, Carlos), Rio de Janeiro, São Paulo: Campus–Elsevier.
- BRUNO, Miguel (2008) *Lucro, acumulação de capital, e distribuição no Brasil: uma análise dos determinantes de longo prazo dos regimes de crescimento*. Palestra proferida no PPGE-UFRGS em julho de 2008. www.ppge.ufrgs.br, acessado em 07.09.2008.
- CHICK, Victoria (1983) *Macroeconomics after Keynes: a reconsideration of the general theory*. Phillips Allan, Oxford: Deddington.
- _____ (2004) *A evolução do sistema bancário e a teoria da poupança, do investimento e dos juros*. Porto Alegre: Ensaio FEE, (15) 1: 9-28.
- CHICK, Victoria; DOW, S.C. (1988) *A post-keynesian perspective on the relation between banking and regional development*, In: Arestis, P. (org.), *Post Keynesian Monetary Economics*, Aldershot: Elgar.
- COSTA, Fernando Nogueira da (1999) “Pós-keynesianismo e horizontalismo: preferência pela liquidez e circuito monetário”, *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*.

(orgs. LIMA, Gilberto Tadeu; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando de), Rio de Janeiro, São Paulo: Campus–Elsevier.

DORNBUSCH, Rudiger; STANLEY, Fischer; STARTZ, Richard (2008) *Macroeconomia*. (10ª ed.) São Paulo: McGraw-Hill.

DOW, S. C. (1982) *The regional composition of the money multiplier process*, *Scottish Journal of Political Economy*, 29:1.

_____ (1987) *The treatment of money in regional economics*, *Journal of Regional Science*, 27:1.

_____ (1990) *Financial markets and regional economic development*, Aldershot, Avebury. The Canadian Experience.

FEIJÓ, Carmem Aparecida (2008) *Crescimento econômico em uma perspectiva kaldoriana*. Projeto de Pesquisa na área de Teoria e Política Macroeconômica (PPGE-UFF). Niterói – RJ. www.uff.br/cpgeconomia, acessado em 11.12.2008.

FEIJÓ, Carmem Aparecida; LAMONICA, Marcos Tostes (2007) *Crescimento e Industrialização no Brasil: as lições de Kaldor*. XXXV Encontro Nacional de Economia, ANPEC.

FEIJÓ, Carmem Aparecida; OLINTO RAMOS, Roberto Luis (orgs.) (2007) *Contabilidade Social*, 3ªed, Rio de Janeiro, São Paulo: Campus–Elsevier.

FEIJÓ, Ricardo (2007). *História do pensamento econômico*, São Paulo: Atlas.

FIORI, José Luís (1999) *Estado e moedas no desenvolvimento das nações*. Petrópolis:Vozes.

FORSTATER, M. (2004) *Tax-driven money: additional evidence from the history of thought, economic history and economic policy*. Working Paper 35, Center for Full Employment and Price Stability.

FROYEN, Richard T (2006) *Macroeconomia* (5ª edição), São Paulo: Saraiva.

GOODHART, C. A. E. (2003) *A replay to the contributors*. In: Bell, S.A.; Nell, J. N.; editors, *The State, The Market and The Euro: Chartalism versus Metalism in the Theory of Money*, Edward Elgar, Cheltenham, RU, e Northampton, EUA.

HAAVELMO (1945) *Multiplier Effects of a Balanced Budget*. *Econometrica* (“Supp. Notes”, 1946).

HUNT, E. K. (2005) *História do pensamento econômico: uma perspectiva crítica*, Rio de Janeiro, São Paulo: Campus–Elsevier.

KALDOR, N. (1956) *Alternative theories of distribution*, *Review of Economic Studies*, 23:2.

_____ (1957) *A model of economic growth*, *Economic Journal*, 67.

_____ (1961) “Capital accumulation and economic growth”, *F. A. Luz; D.C. Hague (orgs.)*, *The theory of capital accumulation*, Londres: MacMillan.

- _____ (1966) *Causes of the slow rate of economic growth of the United Kingdom*. Cambridge University Press.
- KNAPP, Georg Friedrich (1924 [1973]) *The state theory of money*, Clifton: Augustus. M. Kelley.
- KEYNES, John Maynard (1936 [1992]) *A teoria geral do emprego, do juro, e da moeda*, São Paulo: Atlas.
- LERNER, Abba (1943) *Functional finance and the federal debt*. Social research, vol. 10, pp. 38-51.
- LIMA, Gilberto Tadeu (1999) “Progresso tecnológico endógeno, crescimento econômico e distribuição de renda”, *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. (orgs. LIMA, Gilberto Tadeu; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando de), Rio de Janeiro, São Paulo: Campus–Elsevier.
- MINSKY, Hyman P. (1986) *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press.
- MOORE, B. J. (1988) “Horizontalists and Verticalists: the macroeconomics of credit money”. *Cambridge University Press*, Cambridge, RU.
- RESENDE, Marco Flávio da Cunha (2010) “Câmbio, investimento, poupança, e conta corrente no Brasil”. *Dossiê da Crise II*. www.ppge.ufrgs.br/akb, acessado em 20.09.2010.
- SICSÚ, João (2008) “Planejamento estratégico do desenvolvimento e as políticas macroeconômicas”, *Economia do desenvolvimento: teoria e políticas keynesianas* (orgs. SICSÚ, João; VIDOTTO, Carlos), Rio de Janeiro, São Paulo Campus–Elsevier.
- SILVEIRA, A. M. (1991) “A indeterminação de Senior”, *Revista de Economia Política* 11 (4).
- STUDART, Rogério (2004) “Financiamento do desenvolvimento”, *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*, BARROS DE CASTRO, Lavínia; HERRMAN, Jennifer (org.et alii), Rio de Janeiro, São Paulo: Campus–Elsevier.
- TERRA, Fábio Henrique Bittes; FERRARI FILHO, Fernando; CONCEIÇÃO, Octávio Augusto Camargo (2009) *A Hipótese de fragilidade financeira aplicada ao setor público: uma análise para a economia brasileira no período 2000-2007*. Texto para discussão PPGE – UFRGS. Porto Alegre. www.ppge.ufrgs.br, acessado em 20.05.2009.
- VASCONCELLOS, M. A. S. (2000) *Manual de macroeconomia*, São Paulo: Atlas.
- WRAY, L. Randall (1998) *Trabalho e moeda hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade de preços*, Rio de Janeiro: UFRJ-Contraponto.
- _____ (2002) “Senhoriagem ou soberania?” *Economia e Sociedade*, Campinas: Instituto de Economia da UNICAMP, v.11, n°2 (19), p.193-211, jul./dez.
- _____ (2004) “The credit money, state money, and endogenous approaches”. In: www.she.web.unsw.edu.au/conference_2004/papers/wray.pdf.