

# TEORIA DA REALOCAÇÃO DA POUPANÇA INTERNA: UMA INTEGRAÇÃO METODOLÓGICA A PARTIR DE ABBA LERNER, HAAVELMO E KALDOR

Carlos Alberto Lanzarini Casa\*

**Resumo:** O termo *realocação da poupança interna* se refere ao fato de que os instrumentos de política econômica e de planejamento econômico que passam a possibilitar o autofinanciamento do Estado pelo mecanismo de emissão monetária, só serão materializados por meio do lado real da economia, através da reestruturação do processo de formação da poupança interna. Realocação, neste caso, vem a ser sinônimo de “reutilização” e “alavancagem”, isto é, os instrumentos de formação das Finanças Públicas são determinados por um mecanismo de criação e de destruição automáticas de moeda e de posterior reutilização da mesma moeda emitida anteriormente. Neste sistema, o Estado determina o volume de recursos públicos através da emissão monetária, pelo fato desta moeda possuir “lastro real fiduciário”, em razão de sua respectiva “destruição automática” no momento exato de sua criação.

**Abstract:** The term *reallocation of domestic saving* refers to the fact that the instruments of economic policy and economic planning that begin to allow the self-financing for the State from its own currency by the mechanism of monetary issues will be only materialized in the real economy because of the restructuring of the process of formation of domestic saving. Reallocation in this case comes to be synonymous with "reuse" and "leverage" therefore training tools of Public Finance are determined by a mechanism for automatic creation and destruction of currency, and subsequent reuse of the same coin issued earlier. In this system, the State determines the amount of public resources at their disposal through monetary emission by the fact that this coin has "real ballast trust," based on their respective "automatic destruction" at the exact moment of its creation.

**Palavras-chave:** finanças funcionais, orçamento equilibrado e ganhos de produtividade.

**Keywords:** functional finance, balanced budget, and productivity gains.

**Classificação JEL:** E00, H19, O40

## 1. Introdução

Os objetivos deste artigo se referem à construção de uma teoria de Finanças Públicas e de desenvolvimento, por meio de uma ponte metodológica entre Abba Lerner, Haavelmo e Kaldor. A Teoria da Realocação da Poupança Interna representa um processo de sistematização de criação de recursos para o Estado, os quais se apresentam como autônomos à tributação e à renda. Este mecanismo é determinado pela integração direta entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, através de uma estrutura de crescimento econômico baseada no princípio do “orçamento equilibrado”, conjugado à difusão de “ganhos de produtividade” para toda a cadeia produtiva. O primeiro objetivo teórico consiste no princípio da eficácia máxima da não-neutralidade da moeda. A moeda pela Teoria da Realocação da Poupança Interna é não-neutra no curto e também no longo prazo, mas seu papel ativo não se reduz de forma indireta quanto à influência das variáveis nominais, monetárias, sobre as variáveis reais. A eficácia máxima da não-neutralidade da moeda é expressa através do fato de ser a política monetária a responsável

---

\* Doutorando em Economia do Desenvolvimento pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Endereço eletrônico: carloslanzarin@terra.com.br

pela promoção da política fiscal e ainda pela manutenção da estabilidade macroeconômica ao exercer o gerenciamento tradicional de liquidez, pela regulação sobre a alavancagem do sistema financeiro.

O principal objetivo teórico corresponde à construção de uma relação causal única, a partir da própria especificidade desta teoria, ou seja, a particularidade de se instituir um regime de moeda autônoma do Estado só pode ser explicada pela também particularidade de construção dos instrumentos operacionais aqui descritos. Estes instrumentos operacionais transferem para a esfera da política monetária a execução da política econômica, isto é, a política monetária assume a função de política fiscal, em conjunto à sua própria função de política monetária. A relação de causalidade específica é a explicação para a forma pela qual o Estado cria e destrói a sua própria moeda, de forma automática, e que por isto mesmo dispensa a tributação da função de principal meio de geração de recursos públicos. A construção dos instrumentos operacionais próprios se faz como pré-requisito do atendimento dos objetivos teóricos. A especificidade das inovações operacionais faz parte da própria especificidade do desafio proposto. Este objetivo teórico corresponde ao fato do Estado deixar de depender da moeda advinda do setor privado para o mesmo possuir o acesso à sua própria moeda, isto é, o acesso à moeda que o próprio Estado criou.

O objetivo teórico que descreve os resultados da Teoria da Realocação da Poupança Interna é o princípio de que “transformações exógenas é que determinam transformações endógenas”. As transformações endógenas são a “colheita agregadora de valor”, o “crescimento econômico materializado sob bases redistributivas de renda”, a “geração de ganhos de produtividade” e a “redefinição do acesso à renda”, que fora catalisado pelas intervenções exógenas, ou seja, pelas injeções de investimentos públicos, seguidas de gastos públicos, realizadas conforme as metas de planejamento executadas sob a estrutura da moeda autônoma do Estado. A noção de que *transformações exógenas é que determinam as transformações endógenas* significa uma das principais aplicações do conceito de “realocação da poupança interna”, em que a criação *exógena* da “poupança pública” determina, em última instância, a criação *endógena* da “poupança privada”, em função justamente do crescimento da renda que fora catalisado pela criação dos investimentos públicos. Os objetivos teóricos podem ser assim resumidos através da construção de um modelo de desenvolvimento que tem na “moeda autônoma do Estado” a base para o crescimento econômico comandado pelos investimentos públicos, mas que tem na solidificação do investimento agregado (público e privado) a viga mestra para a expansão da renda conjugada à redistribuição desta.

O âmago da integração metodológica por Abba Lerner, Haavelmo e Kaldor se inicia pela utilização da “emissão de moeda” (Abba Lerner) como instrumento de criação de recursos públicos. No entanto, a “destruição automática de moeda”, como obrigação a esta mesma moeda emitida, é o elemento inovador da Teoria da Realocação da Poupança Interna em relação à Teoria das Finanças Funcionais de Abba Lerner, ao efetivar, desde então, o ciclo de “reaproveitamento” desta moeda destruída para uma nova criação de moeda, atrelada a uma também nova destruição automática de moeda, e assim, sucessivamente, inaugurando os ciclos de criação e destruição automáticas de moeda, comandados pelo Estado. O conceito de “orçamento equilibrado” (Haavelmo) fora formulado originalmente como a execução de um regime de Finanças Públicas, para o crescimento da renda, de igual valor aos gastos públicos injetados. Gastos públicos esses, correspondentes à total reinjeção da renda tributada. A destruição automática de moeda, ao contrário da tributação, é o elemento-chave para o alcance do “orçamento equilibrado” pela Teoria da Realocação da Poupança Interna.

A geração de ganhos de produtividade (Kaldor) corresponde ao principal conceito-chave, a ser absorvido pelo processo de integração metodológica para a construção da Teoria da Realocação da Poupança Interna. A relevância de Kaldor está no papel dos fatores endógenos como sendo a observação dos resultados gerados pelo crescimento econômico. Como principais exemplos de conceitos-chave para a descrição das “transformações endógenas” se enfatizam os conceitos de rendimentos crescentes de escala, de moeda endógena, propriamente dita. Estes conceitos se inserem no rol das funções de gerar e sancionar (propagar) os ganhos de produtividade para toda a economia. A obra de Kaldor descreve, assim, a vinculação da geração de ganhos de produtividade ao crescimento do PIB per capita, como também o respectivo papel destes para a manutenção da estabilidade macroeconômica.

O princípio da moeda autônoma do Estado se faz pela lógica de criação de *recursos autônomos* à tributação e à renda. A política monetária cumpre esta função de criação e destruição automática de moeda. Primeiro, pela “emissão de moeda”, como instrumento inicial de geração de recursos públicos para gastos e investimentos. Segundo, pela respectiva destruição desta moeda, através de um recolhimento automático de uma mesma quantidade de moeda, proveniente do banco comercial, receptor do depósito à vista do Banco Central. Cabe frisar que não se trata da mesma moeda, que fora emitida e posta em circulação para as funções do Estado, mas de uma quantidade de mesmo valor advinda do mesmo banco comercial, em que fora realizado o depósito à vista pelo Banco Central, na mesma data de realização deste depósito. Terceiro, pelo “reaproveitamento”, ou seja, pela “realocação” desta mesma moeda para criação de novos depósitos à vista pelo Banco Central, com a prioridade atribuída à geração de investimentos públicos. Por fim, a política monetária atua por meio de duas taxas concomitantes de recolhimento de depósitos compulsórios sobre os depósitos à vista: para a regulação dos níveis de liquidez, e para possibilitar as infinitas rodadas de criação e destruição automáticas de moeda. Estabelece-se o regime de Finanças Públicas baseado na lógica de criação e destruição automáticas de moeda pela integração direta entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. Antes, de mais nada, é necessário remontar à abordagem cartalista da moeda introduzida por Knapp, a qual fora a principal referência teórica para as *Finanças Funcionais* de Abba Lerner. Pela abordagem cartalista da moeda, o valor da moeda é determinado pelo Estado quando este determina um instrumento, por força de lei, para o enxugamento do excedente monetário em relação aos fluxos reais de produção. Por Knapp, a determinação do valor da moeda é feita pelo equilíbrio entre os movimentos apocêntricos e epicêntricos, ou seja, pela definição dos movimentos de saída e de volta da moeda para o Estado, em que a “volta” passa a ser expressa pela tributação. A tributação tem a função de estabelecer a “demanda” para a retenção da moeda, e assim o respectivo valor “fiduciário”, por força de lei, para a moeda estatal. A integração metodológica se estenderá das Finanças Funcionais de Abba Lerner, ao orçamento equilibrado de Haavelmo e à obtenção de ganhos de produtividade através das transformações endógenas descritas por Kaldor.

A Teoria da Realocação da Poupança Interna não utiliza a tributação nem como meio de formação de investimentos públicos e de gastos públicos, e nem como instrumento de destruição de moeda. A política monetária recebe a incumbência dos papéis de criação destes recursos públicos para a execução da política fiscal e também da respectiva promoção da destruição da moeda emitida. O enxugamento automático da liquidez criada assume a forma de um vazamento de renda para a formação de um fundo de recursos públicos externo à base monetária (reservas extra-bancárias), a ser realocado para novas rodadas de efetivações de gastos e de investimentos públicos. Reutilizando, e assim, “realocando” a moeda que outrora fora criada e destruída automaticamente, e que agora assume a forma de novos gastos, sobretudo, de novos investimentos públicos, por força do comando dos investimentos públicos sobre a demanda efetiva. De tal forma, se solidifica um processo de reestruturação da “poupança pública”, e por extensão da “poupança interna”, ao se também beneficiar a “poupança privada” em função dos efeitos das desonerações tributárias sobre o valor agregado e da própria dinâmica *endógena* do ritmo da atividade econômica, com a geração de ganhos de produtividade. Ocorre a expansão dos fundos de longo prazo chamados de *fundings*, dada à expansão dos depósitos à vista e a prazo, em função da promoção do crescimento da renda e do emprego, impulsionados pela maturação dos investimentos realizados.

A distinção entre as Finanças Funcionais e o Teorema do Orçamento Equilibrado é promovida pela razão de que as injeções e os vazamentos de renda são feitos de forma automática (diferente de Abba Lerner e de Haavelmo). As injeções e os vazamentos de renda se dão na esfera exclusiva da política monetária, para a promoção da política fiscal, com a integração direta entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. Pela Teoria das Finanças Funcionais, de Abba Lerner, a integração entre o Tesouro Nacional e o Banco Central já fora prevista, só que a reformulação a ser feita vem a cabo da prerrogativa de que a política monetária se institui como o canal único de criação e de destruição da moeda, e não a política fiscal (pela via da tributação). O outro ponto de integração metodológica, por Kaldor, para a construção da Teoria da Realocação da Poupança Interna está no conceito de “moeda endógena”. Este conceito serve de base teórica para a identificação da alavancagem de depósitos à vista (criação de moeda-crédito) pelos bancos comerciais, como instrumento sancionador da própria estrutura de geração de ganhos de

produtividade. Neste ponto, a noção de que a produtividade é decorrência do crescimento anterior do produto se interliga com a relevância do papel da moeda para a própria determinação do produto.

A estrutura do artigo está compreendida em sete seções, a iniciar pela introdução. A segunda seção discorre a respeito do objeto da Teoria da Realocação da Poupança Interna, pela sua definição como sendo uma teoria responsável pela criação de instrumentos operacionais para o estabelecimento de uma moeda autônoma do Estado, no caso, autônoma em relação à tributação e à renda. A execução simultânea da política fiscal e da própria política monetária consiste no papel atribuído, por esta teoria, à política monetária. Com isto, o modelo de Finanças Públicas construído vem a influir nos processos de determinação da renda e de determinação da poupança interna, ao reestruturar os elementos da demanda agregada, sob a égide de que transformações de ordem monetária e tributária passam a promover transformações de ordem real. Nesta mesma seção, são definidas as inovações operacionais instituídas pela Teoria da Realocação da Poupança Interna, referentes aos conceitos de “realocação da poupança interna”, “criação e destruição automáticas de moeda”, “substituição de fluxos monetários”, “reservas extra-bancárias” e “alavancagem de depósitos à vista comandada pelo Tesouro Nacional”. A terceira seção pormenoriza os conceitos de moeda cartalista e de finanças funcionais em relação ao conceito de realocação da poupança interna, enfocando as afinidades teóricas entre Knapp, Abba Lerner e Keynes. A quarta seção articula o conceito de orçamento equilibrado de Haavelmo com a definição de orçamento público obtido pela criação e destruição automáticas de moeda, isto é, se explicita a reformulação do multiplicador de gastos, original de Haavelmo, por introduzir, no lugar da tributação, a “destruição automática de moeda” como elemento de promoção do “orçamento equilibrado”. A quinta seção aborda os conceitos-chave de Kaldor, como fatos estilizados, ganhos de produtividade e rendimentos crescentes de escala, para descrever o papel da peculiaridade teórica construída, no que tange à obtenção de resultados, a exemplo do crescimento do PIB per capita, mas, que a mesma expansão dos ganhos de produtividade, condutora da expansão do PIB per capita, seja também a responsável pela expansão do produto potencial e pela redução da restrição externa. A sexta seção aborda o papel da moeda estatal *exógena*, ao se cristalizar como a principal desencadeadora da expansão da moeda *endógena* dos bancos comerciais. A moeda *endógena* vem a ser o elemento sancionador, do lado monetário da economia, da geração e da respectiva propagação de ganhos de produtividade para toda a economia, por ser a “moeda-crédito”, a moeda resultante do ritmo de crescimento econômico, materializando a expansão da oferta de moeda como sendo o “termômetro” da atividade econômica, em que *transformações endógenas vêm a ser obtidas por força da realização de transformações exógenas*. Por fim, a seção de conclusões relata as transformações metodológicas, conceituais e operacionais introduzidas pela Teoria da Realocação da Poupança Interna quanto à redefinição da estrutura das Finanças Públicas, com o estabelecimento de um regime de uma moeda autônoma do Estado.

## **2. Teoria da Realocação da Poupança Interna: a execução das Finanças Públicas pela moeda autônoma do Estado**

A Teoria da Realocação da Poupança Interna surge como uma reformulação, para os dias de hoje, da Teoria das Finanças Funcionais de Abba Lerner. Esta reformulação consiste na possibilidade de se promover, hoje, um sistema de pagamentos integrado entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, que seja capaz de se instituir um mecanismo automático de criação e de destruição de moeda e que com isto venha a gerar recursos autônomos para o Estado, isto é, autônomos em relação à tributação e à renda. O atual patamar de avanço tecnológico dos sistemas de pagamentos, que permite a realização de transferências internacionais, *online*, de modo automático, era simplesmente inadmissível de ser vislumbrado em termos de ciência durante as décadas de 40 e 50, quando da formulação das *Finanças Funcionais* de Abba Lerner. A operacionalidade bancária de hoje permite trazer para a esfera das transferências bancárias automáticas os objetivos originais de política econômica das *Finanças Funcionais* de Abba Lerner. Pela Teoria das Finanças Funcionais de Abba Lerner, a estrutura das Finanças Públicas fora concebida pela emissão de moeda como instrumento de geração de receitas públicas (no início do processo) e pela tributação (no final do processo), conjugada ao lançamento de títulos públicos (após o crescimento do produto), como respectivos instrumentos de destruição da moeda

que havia sido emitida e de enxugamento do “excesso de poupança” gerado pelo respectivo “excesso de moeda” em circulação.

Pela Teoria da Realocação da Poupança Interna, os recursos do Estado, no primeiro momento, são criados de modo idêntico às *Finanças Funcionais* de Abba Lerner, ou seja, pela emissão de moeda. No entanto, a diferença fundamental do lado operacional se faz na questão da sua destruição. Enquanto que para Abba Lerner a tributação era o principal instrumento dessa função, para a Teoria da Realocação da Poupança Interna a destruição de moeda ocorre de maneira automática, à sua criação, por um instrumento específico da política monetária.

No escopo da Teoria das Finanças Funcionais de Abba Lerner a moeda é sempre emitida de acordo com as necessidades de geração de receitas do Estado. Na Teoria da Realocação da Poupança Interna, a moeda só é emitida em quantidade gigantesca no primeiro momento, quando da instalação de seus instrumentos operacionais, pois a emissão deste montante de moeda é acompanhada, de forma automática, da respectiva destruição (retirada de circulação) de um volume de moeda de mesmo valor do volume de moeda que fora emitido. Com a dita destruição de moeda, se realiza o recolhimento automático de um mesmo valor de moeda, proveniente dos depósitos à vista do mesmo banco comercial em que fora realizado o depósito à vista, gerado pelo Banco Central para as despesas do Tesouro Nacional. Isto representa, na prática, um recolhimento compulsório de mesmo valor do depósito à vista efetuado pelo Banco Central (compulsório de 100%: recolhimento de um valor igual ao valor de todo depósito à vista efetuado pelo Banco Central), incidente sobre os depósitos à vista do banco comercial que recebera o referido depósito à vista efetuado pelo Banco Central, de modo a estabelecer a noção de que toda moeda que é posta em circulação, pelo Estado, possui a contrapartida da retirada de circulação de uma moeda de mesmo valor, originada do mesmo banco onde o Estado efetuara o referido depósito. Este processo se constitui na formação de uma conta de reservas bancárias externa à base monetária. Conta esta, denominada de reservas extra-bancárias, justamente por ser externa à base monetária e por não prover nenhuma operação de liquidez ao sistema financeiro. Por somente realizar transações entre o Banco Central e o Tesouro Nacional, também não computa nenhuma forma de rubrica de dívida pública interna, pois o seu volume de liquidez administrado não corresponde a nenhuma forma de expansão e/ou redução da base monetária. As reservas extra-bancárias não promovem qualquer forma de provisão de liquidez para a expansão e/ou redução dos saldos dos meios de pagamentos.

O volume de liquidez proveniente da destruição de moeda, através de um recolhimento compulsório específico sobre depósitos à vista, paralelo e concomitante à taxa tradicional de recolhimentos compulsórios sobre depósitos à vista é responsável pela formação de recursos para o Estado. Recursos estes, que estarão disponíveis sob a forma de “receitas públicas” e de “poupança pública”, para justamente vir a serem realizados novos depósitos à vista para as respectivas funções de “gastos públicos” e de “investimentos públicos”. A relevância do termo “realocação da poupança interna” está na questão do comando da demanda efetiva pelo investimento público, ao reestruturar os processos de formação da poupança pública, pela moeda autônoma do Estado e da poupança privada, pela repercussão natural do crescimento da renda agregada, alavancado, de sobremaneira, pelas séries de injeções de investimentos e gastos públicos.

O investimento público e a poupança pública são gerados pelos ciclos de criação e destruição automáticas de moeda, quer dizer, os ciclos de reutilização, de reaproveitamento da moeda que já estava em circulação, para a criação prioritária do investimento público e da poupança pública, de forma automática e independente à tributação e à renda. Assim, tanto o automatismo entre “investimento público e poupança pública”, quanto os instrumentos que possibilitam as reestruturações da poupança privada, e por extensão do investimento privado, vêm a cabo na direção da *reestruturação da poupança interna* como sendo o elemento mor do lado real da economia que representa o verdadeiro lastro (transformação do equilíbrio da renda) para as transformações advindas do lado monetário e do lado tributário. Desta forma, quando o Estado reutiliza recursos ora criados e destruídos automaticamente para fins de investimento público e quando os bancos comerciais alavancam depósitos à vista (provenientes da expansão da atividade econômica, resultante da maturação dos investimentos públicos e privados), se está “realocando a poupança interna” como um todo, tanto à pública, quanto à privada, pois a poupança privada passa a ser um reflexo *endógeno* do impulso inicial *exógeno* do investimento público sobre toda a

renda agregada. A alavancagem que é dada à poupança privada, pelos bancos comerciais é uma consequência da alavancagem inicial da poupança pública realizada pelo Tesouro Nacional, indutora de todo um processo de agregação de valor. Este encadeamento aqui se faz pelo conceito de que na Teoria da Realocação da Poupança Interna, a moeda *exógena* vem a ser o principal elemento catalisador da moeda *endógena*.

Realocação da poupança interna significa, de forma *exógena*, “alavancar”, “reutilizar”, “reaproveitar”, e assim “realocar” a “poupança pública” que fora criada pela destruição automática de moeda. Este mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda dispensa as Finanças Públicas de utilizarem a tributação como o seu principal instrumento de formação. Com isto, para a “poupança privada”, de forma *exógena*, realocação da poupança interna significa “liberar depósitos à vista”, oriundos das sequências de desonerações tributárias (integrais sobre o valor agregado e parciais sobre a renda), a serem recolhidos integralmente para as reservas bancárias tradicionais em função da elevação proporcional dos compulsórios tradicionais. As desonerações tributárias são a contrapartida para toda a sociedade, em relação ao estabelecimento de um sistema de Finanças Públicas que não necessita, em sua forma majoritária, dos fluxos monetários provenientes do setor privado como meio de geração dos recursos financeiros do Estado, tanto em relação às receitas correntes quanto à própria geração de poupança pública. A moeda estatal, determinada pela regra de que toda unidade monetária depositada em um banco é acompanhada de uma mesma unidade monetária retirada no mesmo instante deste mesmo banco, substitui a necessidade do Estado retirar a moeda originada dos fluxos de produção para a execução das Finanças Públicas. Neste primeiro momento, o recolhimento compulsório desta liquidez liberada é contabilizado como aumento de dívida pública, dado que o registro é feito nas reservas bancárias pertencentes à base monetária<sup>1</sup>. Ao mesmo tempo, de forma *exógena*, para a poupança privada, realocação da poupança interna significa também reformular as “propensões marginais a consumir, a poupar e a investir”, decorrentes destas desonerações tributárias. As desonerações tributárias sobre o valor agregado (consumo, investimento e produção) determinam a reformulação dos preços relativos. O mecanismo de moeda autônoma do Estado também possibilita a realização de desonerações tributárias sobre o imposto de renda, com a mudança das faixas de incidência sobre os rendimentos do trabalho e sobre o imposto de renda para micro, pequenas, e médias empresas. Corresponde-se à materialização do efeito-preço (desoneração tributária sobre o valor agregado, reformulando os preços relativos) conjugada à materialização do efeito-renda (desonerações e reduções de impostos sobre a renda). De forma *endógena*, na esfera do *funding*, o conceito de realocação da poupança interna segue os caminhos tradicionais de expansão da poupança privada, conforme a estrutura keynesiana, isto é, a poupança privada é observada de forma *ex-post* ao crescimento econômico, pela lógica de concessão da moeda-crédito pelos bancos comerciais. A diferença é que para esta esfera, o conceito de “realocação da poupança interna” representa o fato de que o crescimento dos fundos de longo prazo, canalizados pelos bancos comerciais vem a ser o resultado do crescimento econômico advindo das “intervenções exógenas” do Estado. As intervenções exógenas do Estado se referem às operações de criação e destruição automáticas de moeda que também são concebidas como “alavancagem de depósitos à vista comandada pelo Tesouro Nacional”, pelo fato do Estado reaproveitar e de tal forma “realocar” os recursos autônomos originados da destruição automática de moeda para a geração de novos depósitos à vista, para o próprio Estado.

A política monetária assume o duplo comando sobre a política econômica: promoção da política fiscal e manutenção da estabilidade macroeconômica. Para a promoção da política fiscal, se segue, no primeiro momento, com o mesmo instrumento das Finanças Funcionais de Abba Lerner, a emissão de moeda, em seguida, esta mesma moeda, ora emitida e destruída automaticamente, será reutilizada, ou sob a forma de gastos públicos, ou sob a forma de investimentos públicos. Como o comando da demanda efetiva pertence à decisão de investir do Estado, a reutilização, para fins de investimento público, da

---

<sup>1</sup> Os custos administrativos dessa rubrica são perfeitamente amortizados pelos instrumentos de criação e destruição automáticas de moeda, vinculados às reservas extra-bancárias, não representando quaisquer formas de transferências de obrigações para o orçamento público. A expansão das reservas bancárias tradicionais, como contrapeso às sequências de desonerações tributárias, é o melhor colchão de provisão de liquidez para os ajustes dos portfólios dos bancos comerciais frente a possíveis oscilações dos níveis de liquidez em relação às operações de criação e destruição automáticas de moeda.

moeda destruída que assumira a função de poupança pública, vem representar um processo de “realocação da poupança pública”. Para a manutenção da estabilidade macroeconômica são feitas reformulações operacionais com a instituição de duas taxas de recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista.

A primeira taxa será aplicada de forma pré-agendada em relação a toda data de depósito à vista, a ser criado pelo Banco Central, em qualquer banco comercial. Esta taxa recolherá, do banco comercial, em que vier a ser efetuado o depósito à vista, pelo Banco Central, um volume de recursos de mesmo valor deste depósito à vista gerado pelo Banco Central. Os recursos a serem recolhidos automaticamente serão provenientes dos próprios depósitos à vista dos bancos comerciais. Estabelece-se, com isto, um compulsório de 100% do valor de todo depósito à vista recebido do Banco Central, incidente sobre o montante de depósitos à vista, administrado pelo banco comercial receptor e determinado para a mesma data de efetuação de todo depósito à vista a ser gerado pelo Banco Central. Este é o processo de destruição automática de moeda.

A segunda taxa corresponde à atual taxa de recolhimentos de depósitos compulsórios sobre os depósitos à vista. A função desta taxa diz respeito ao gerenciamento tradicional da liquidez, por isto, assim chamada de taxa tradicional de compulsórios. Ao se utilizar a emissão de moeda, no lugar da tributação, como instrumento de provimento de recursos para o Estado, se permite que uma grande parcela de tributos seja desonerada de forma integral, com fins à redistribuição da renda, e à formação de novos preços relativos, favoráveis ao investimento e à produção. O principal exemplo de tributação a ser eliminada<sup>2</sup> é a tributação sobre o valor agregado. Em contrapartida, se faz necessária a elevação dos compulsórios tradicionais para o enxugamento integral dos fluxos monetários oriundos das séries de desonerações tributárias. Tal razão condiz à questão de que o volume de moeda, de depósitos à vista, que outrora sofria um processo natural de destruição, pela tributação, passaria a representar um adicional óbvio de depósitos à vista, a plena disposição dos bancos comerciais. Se não ocorrer o enxugamento deste volume de depósitos à vista, pela via dos compulsórios tradicionais, o mesmo se converterá na formação de bolhas de liquidez, com repercussão inflacionária, e também para a manipulação/especulação de diversos ativos, vide os exemplos de manipulação na área cambial. Por todas as razões expostas, a política monetária, através destas duas taxas de recolhimento compulsório (atuando de forma concomitante), assume a função de promover a criação e a destruição automáticas de moeda, para fins de provimento de recursos para o Tesouro Nacional (política fiscal) e a função de manutenção do equilíbrio macroeconômico, impedindo quaisquer perturbações na ordem do gerenciamento da liquidez.

A coordenação entre as taxas tradicional e paralela (compulsório de 100%: recolhimento de um valor igual ao valor de todo depósito à vista efetuado pelo Banco Central) de recolhimento de depósitos compulsórios sobre depósitos à vista representa a principal instância de execução da política monetária. Por extensão, se estabelece como também principal instância de execução da própria política econômica, pois a política monetária assume o duplo papel de garantir a estabilidade macroeconômica e de conduzir a expansão da política fiscal conforme os níveis permitidos do produto potencial e do balanço de pagamentos. Na questão da promoção da estabilidade de preços, a política fiscal, ao atuar pelo lado da desoneração tributária sobre o valor agregado (consumo, investimento e produção) induz à formação de novos preços relativos, com a determinação de um vetor de preços favoráveis ao mercado interno. O estabelecimento de um diferencial natural de preços frente aos bens e serviços importados funciona como uma espécie de “âncora cambial pelo avesso”. A desoneração tributária sobre os preços internos, mantidos os impostos sobre as importações, induz a uma mudança de nível da demanda agregada, atrelado exatamente a este novo patamar de preços menores frente aos preços dos bens e serviços importados. Este instrumento da política fiscal, que de certo modo poderia vir a ser interpretado como uma “expansão fiscal” vem a ser contrabalanceado pelo freio na demanda agregada, promovido pela regulação das duas referidas taxas de compulsórios sobre os depósitos à vista. A já mencionada coordenação entre as duas taxas de recolhimento de depósitos compulsórios sobre depósitos à vista é que

---

<sup>2</sup> O princípio da desoneração tributária, integral, sobre o valor agregado, não exclui as políticas setoriais específicas, como a tributação sobre cigarros e bebidas alcoólicas, entre outros itens; e também como a tributação sobre o comércio exterior, isto é, sobre importações. A desoneração sobre o valor agregado tem como objetivo central de política econômica a desoneração focada nos bens e serviços produzidos e comercializados no mercado interno.

virá a promover o sistema de regulação sobre a demanda agregada, de modo a manter a vigência deste novo patamar de preços relativos.

Da mesma forma que a política fiscal, pelo canal da tributação, determina o valor da moeda para a Teoria das Finanças Funcionais<sup>3</sup> de Abba Lerner, a política monetária exerce o mesmo papel de determinação do valor da moeda para a Teoria da Realocação da Poupança Interna, ou seja, por exercer a operação de destruição de moeda. A destruição de moeda determina o valor da moeda, seja pela tributação, seja pela política monetária, quando a operação de retirada de moeda de circulação representa o enxugamento do excesso de demanda agregada em relação aos níveis vigentes de oferta agregada. Esta é a função da destruição automática na Teoria da Realocação da Poupança Interna, a retirada automática de um montante de recursos monetários de mesmo valor da moeda criada, pelo fato de que a destinação desta moeda criada está vinculada à criação de demanda atrelada também à criação de oferta. É o fato de que a criação de um gasto de investimento, ou de despesa corrente do Estado, está sempre atrelada ou à expansão da produção (expansão da oferta propriamente dita, no caso dos investimentos), ou à promoção da demanda, dentro dos níveis permitidos de oferta (no caso dos gastos públicos correntes).

As operações de criação e de destruição automáticas de moeda promovem a substituição dos fluxos monetários provenientes da tributação, em favor deste novo canal de injeção e de retirada automáticas de moeda para fins de execução da política fiscal. As mesmas não significam uma operação isolada da política monetária que tem reflexos diretos na política fiscal, mas uma operação conjunta, integrada, da política fiscal com a política monetária. Não se expande a oferta de moeda em questão, mas apenas se reestrutura a mesma oferta de moeda por meio de injeções e vazamentos simultâneos de renda. No caso em questão, a efetivação de cada depósito de “recursos autônomos”, emitidos pelo Banco Central, para fins de utilização do Tesouro Nacional, será precedida de uma ordem prévia de “imobilização de depósitos à vista” para todo banco comercial em que vier a ser realizado o depósito destes “recursos autônomos”. Os gastos públicos correntes e os investimentos públicos serão custeados pelos recursos autônomos, assim denominados os recursos provenientes do mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda. Estes atuarão como estabilizadores automáticos de renda, pois serão definidos de forma *ex-ante* a renda agregada. O planejamento quanto à expansão dos recursos citados promoverá o crescimento inicial da renda agregada em igual magnitude aos valores destes, dentro de um modelo de crescimento econômico baseado em injeções e vazamentos automáticos de renda (criação e destruição automáticas de moeda).

A criação da “poupança pública” advém justamente deste vazamento automático de renda. Com isto, a expansão da renda é que dependerá do nível de expansão dos gastos/investimentos públicos e não o contrário. Os parâmetros do planejamento referente à expansão dos gastos/investimentos públicos serão formatados conforme os limites impostos pelo produto potencial e pelo saldo em conta corrente do balanço de pagamentos. Pode-se dizer que o produto potencial e o balanço de pagamentos passarão a ser de forma conjunta o “centro de gravidade” das Finanças Públicas e da determinação do ritmo de crescimento advindo da expansão das execuções orçamentárias (investimentos públicos, seguidos de gastos públicos correntes). É a noção de que as variáveis do lado real da economia é que passam a ser as novas variáveis para a expansão das Finanças Públicas (produto potencial e balanço de pagamentos) em substituição à noção clássica da “capacidade de arrecadação tributária do Estado”. A execução deste regime de Finanças Públicas se passa dentro de um sistema em que as variáveis monetárias são acopladas às variáveis reais. Não se trata de uma expansão monetária que irá expandir o produto, mas de uma determinação da expansão dos investimentos públicos e dos gastos públicos, por conseguinte da renda agregada, em que a determinação destes advém de um mecanismo de “redirecionamento”, “realocação”, ou também dizendo de “reaproveitamento” da oferta de moeda que já estava em circulação. A oferta de moeda em questão é redirecionada em favor agora da criação de novos elementos da demanda agregada, no caso os investimentos públicos e os gastos públicos. Com a ressalva extremamente importante de que não ocorre qualquer expansão dos meios de pagamentos em função da determinação de ambos. Pode-se constatar a presença de um crescimento da “velocidade renda da moeda”, dado que a mesma oferta de moeda passa a representar um maior nível de produto, entretanto, a contrapartida deste processo está

---

<sup>3</sup> Por ser o instrumento de destruição de moeda.



vinculada à questão da utilização do produto potencial como referência para a expansão das contas públicas, da mesma forma que a figura do “investimento público”, como majoritária na lista de prioridades das Finanças Públicas, exerce o também papel de expansão do próprio produto potencial, na medida em que a geração e a difusão dos ganhos de produtividade se estabelecem como o maior benefício social, resguardando a questão da estabilidade macroeconômica conjugada à expansão da renda real. A manutenção da estabilidade macroeconômica depende, neste aspecto da velocidade de circulação da moeda, da atuação simultânea das duas taxas de recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista (tradicional e paralela). A elevação da razão PIB/Meios de Pagamentos, por conta da expansão do produto sem haver expansão dos meios de pagamentos, não implica em descontrole da inflação pelo fato de ser concretizada mediante a contrapartida da retirada de circulação não somente de um mesmo valor que fora criado pelo Estado (seja emitindo moeda, seja reutilizando recursos advindos das reservas extra-bancárias), mas também de valores idênticos aos montantes de recursos que foram liberados pelas desonerações tributárias, além de montantes a mais de depósitos à vista que fazem parte de toda uma estratégia de aplicação de uma política monetária contracionista<sup>4</sup>. A política monetária em foco é uma política monetária dirigida pela sua integração à política fiscal e estabelecida pelos parâmetros de manutenção dos níveis de estabilização macroeconômica.

Corresponde ao princípio da não-neutralidade da moeda em sua plenitude, assegurado pelas condições limítrofes impostas pelo lado real da economia. Ressalta-se a questão de que pela teoria macroeconômica, para a formulação do multiplicador, não existe a distinção entre “gastos públicos” e “investimentos públicos”, embora esta distinção seja fundamental para a Contabilidade Social. A diferença aqui produzida está vinculada à atribuição de prioridades de planejamento econômico, em que os investimentos públicos assumem a dianteira na destinação das verbas das execuções orçamentárias, sucedidos pela expansão dos gastos públicos correntes, vinculados à expansão anterior dos investimentos públicos. Esta é a diferença em relação ao fato dos investimentos públicos serem designados como os principais responsáveis pelo crescimento do produto e os gastos públicos como os mantenedores do nível expandido da renda agregada. A estrutura de determinação da renda construída pela Teoria da Realocação da Poupança Interna estabelece a preponderância dos investimentos públicos, seguidos dos gastos públicos dentro de uma lógica operacional na qual os investimentos públicos e os gastos públicos gerados não se convertem em expansões desproporcionais do consumo agregado. Toda a geração dos investimentos públicos e dos gastos públicos é regida pela estrutura de destruição automática de moeda. Não há, como na forma de análise tradicional, os comportamentos padrões provenientes do “multiplicador monetário” e do “multiplicador de gastos”, em que acréscimos induzidos de gastos autônomos propiciam acréscimos da renda de valor superior aos investimentos públicos e aos gastos públicos, por conta da absorção da variação dos gastos autônomos pelo consumo corrente. Há, ao contrário, um crescimento planejado em relação às variações estabelecidas para os investimentos públicos e para os gastos públicos.

Este formato de crescimento não permite “transbordamentos” para o consumo, por haver a presença da contrapartida da destruição automática de moeda vinculada à criação de todos os investimentos públicos e de todos os gastos públicos. A regra de crescimento inicial da renda agregada é clara: valor da variação dos gastos públicos é igual ao valor da variação da renda, e valor da variação dos investimentos públicos é igual ao valor da variação da renda. No crescimento final da renda, apenas ocorre um crescimento da renda de forma superior aos valores dos investimentos públicos (o mesmo não ocorre em relação aos gastos públicos) pelo fato destes serem propiciadores de ganhos sociais de produtividade, em que, de forma endógena, se dão transformações na renda agregada que são representadas por maiores níveis de atividade econômica. As transformações endógenas da renda são sancionadas por uma também maior oferta de moeda advinda de um novo patamar de demanda de moeda, que fora originado por um novo patamar de demanda de bens e de serviços. O lado endógeno da oferta de

---

<sup>4</sup> A contrapartida, para a demanda agregada, da retirada direta de um volume expressivo de meios circulantes se faz a partir da geração de investimentos públicos e de gastos públicos, no momento em que estes vêm a substituir a demanda que seria gerada, em tese, pelos meios circulantes drenados. Prevalece a lógica de que a demanda agregada passa a ser expandida de forma planejada e equilibrada, em contraposição em relação a quaisquer formas de descontrole do consumo agregado advindas de expansões desordenadas do crédito, ou mesmo de mecanismos desregulados de alavancagem do mercado financeiro, os quais costumam ter o mercado imobiliário como refúgio final para as ondas de especulação.

moeda atua, sobretudo, em decorrência do crescimento da renda que é puxado pela geração de ganhos de produtividade.

Isto se dá tanto com a esfera dos investimentos públicos quanto com a esfera dos investimentos privados. Uma distinção nítida entre o estabelecimento de “investimentos públicos” e o estabelecimento de “gastos públicos”, quanto ao papel atribuído à dinâmica de crescimento econômico, consiste no exemplo da distinção entre a construção de novos hospitais, frente aos custos de manutenção que advirão destes mesmos hospitais. O mesmo raciocínio se estende a todos os investimentos públicos nas áreas sociais e de infraestrutura, como os exemplos das áreas de educação, energia, portos, aeroportos, ferrovias, rodovias, hidrovias, entre outros setores. O mecanismo exposto diz respeito ao fato de que os investimentos públicos têm a atribuição prioritária da expansão da demanda agregada, enquanto que os gastos públicos ficam responsáveis pela sustentação da demanda agregada. A figura do “gasto público planejado”, dentro da estrutura da demanda agregada, vem a substituir o crescimento descontrolado do consumo que comumente é observado como consequência de estímulos usualmente concedidos ao crédito ao consumidor, além da própria expansão tradicional de gastos públicos e de investimentos públicos, isto é, sem se instituir a lógica da criação e destruição automáticas de moeda, imperativa da não-variação da oferta de moeda (na estrutura inicial de crescimento da renda) em relação à geração de gastos públicos e/ou de investimentos públicos.

A lógica operacional empregada determina que o fluxo de entrada destes recursos, nos bancos comerciais, deve ser compatibilizado através da saída de um fluxo de mesmo valor, previamente agendado para a data da efetivação do depósito a ser feito pelo Banco Central. De modo que todo banco comercial não obtenha algum acréscimo em seu volume de depósitos à vista, em função de tal operação. Mas, que ao mesmo tempo, se obtenha um suporte de fundos para o provimento do equilíbrio de sua liquidez, através dos mecanismos tradicionais oferecidos pelo Banco Central, isto é, se destacam as operações de redesconto, provenientes de fundos obtidos pelas reservas bancárias propriamente ditas. A própria desoneração tributária sobre o valor agregado já promove por si só uma expansão do volume de depósitos à vista. Por esta razão, a atuação do recolhimento tradicional de depósitos compulsórios (pela elevação proporcional da taxa de recolhimento face ao montante de recursos desonerados de tributação) se insere como forma de um enxugamento desta “poupança privada liberada”, então resultante da desoneração tributária sobre o valor agregado. Impede-se, a partir daí, a formação de uma “bolha de consumo”, ou qualquer outra forma de manipulação da liquidez. Isto posto, se redireciona tais recursos para as reservas bancárias, assim administradas pelo Banco Central, para a reinjeção tradicional de liquidez (operações de redesconto, etc.), destinadas justamente para os ajustes de liquidez dos portfólios dos bancos comerciais.

A não-variação da oferta de moeda em função destas operações afirma a independência entre o mecanismo de substituição de fluxos monetários (criação e destruição automáticas de moeda) e a expansão dos meios circulantes. 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, por que esta conta (reservas extra-bancárias) não permite a realização das 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 automática (de forma instantânea) de moeda, sem interferir na oferta de moeda, sendo “autônomos” à tributação e à renda.

A definição do termo *poupança interna* não se faz aqui pela noção de que seriam “recursos poupados”, logo “não gastos” pelo Estado, pelas famílias e pelas empresas; e que por esta razão estariam depositados sob a forma de depósitos à vista, ou demais agregados monetários, à disposição para a concessão de linhas de crédito para a realização de investimentos. O termo *poupança interna* adquire a conotação “da dominância da *poupança pública* sobre a formação da poupança interna”, inclusive sobre a própria formação da poupança privada, dado que o crescimento da renda, do qual decorrerá a expansão da poupança privada, é influenciado de forma direta pela determinação dos investimentos públicos. A *poupança pública* passa a representar a mobilização de recursos pelo Estado, através de um compulsório específico sobre depósitos à vista, que recolhe, automaticamente, a mesma quantidade de moeda dos

saldos dos depósitos à vista do banco comercial que recebera os depósitos à vista do Estado, referentes à execução dos *investimentos públicos*. Em função deste recolhimento, na conta externa à base monetária (reservas extra-bancárias), estarão depositados os recursos monetários que serão utilizados para os novos depósitos à vista que formarão os novos *investimentos públicos*. Por esta razão, denominados de *poupança pública*. Pelo mesmo mecanismo, se fazem os recursos monetários que serão utilizados para os novos depósitos à vista referentes aos novos *gastos públicos*, assim denominados de *receitas públicas*.

A diferença na classificação entre *poupança pública* e *receitas públicas* está na destinação destes recursos e não na visão convencional de que os recursos da *poupança pública* seriam, em tese, provenientes de “cortes de gastos” do orçamento, ou de “picos de arrecadação tributária”. Como decorrência desta reestruturação das Finanças Públicas, os saldos provenientes da arrecadação tributária dos impostos remanescentes formam uma espécie de fonte suplementar de recursos públicos, se sagrando como uma *poupança endógena* para o Estado, sobretudo para o governo federal. Tais recursos são contabilizados, à parte, em relação aos recursos autônomos, podendo ter destinações distintas para a execução de *investimentos públicos* ou de *gastos públicos*, sendo que todos esses recursos assumem uma forma residual, não prioritária para a formação das Finanças Públicas. A tributação passa a ter a função maior de elemento de correções de distribuição da renda e não de elemento de formação das Finanças Públicas. O conceito de “poupança pública”, pela sua nova concepção de “recurso imobilizado para a formação de investimentos públicos”, não estabelece a analogia de que todos os depósitos à vista criados para a execução das Finanças Públicas seriam “depósitos de poupança”.

O conceito de poupança pública construído pela Teoria da Realocação da Poupança Interna não concebe a noção de “poupança” em função de não haver a expansão dos meios de pagamentos pela criação de moeda executada pelos instrumentos aqui descritos. Vistos de uma forma superficial, todos os recursos disponíveis na conta de reservas extra-bancárias seriam “depósitos de poupança” por não serem recursos oriundos de “receitas de senhoriação”<sup>5</sup>, o que consiste num erro gravíssimo, uma vez que as *receitas públicas* e a *poupança pública* estão depositadas, de forma conjunta, na mesma conta de reservas extra-bancárias. A vinculação quanto à função de *investimentos públicos* é que define a atribuição de *poupança pública* para um determinado montante de recursos depositados nas reservas extra-bancárias. As *receitas públicas*, vinculadas à execução de *gastos públicos*, também foram formadas pelo mesmo mecanismo de destruição automática de moeda, sem serem “depósitos de poupança”. A destinação dos recursos disponíveis nas reservas extra-bancárias, ou seja, a repartição percentual para a formação de gastos públicos e para a formação de investimentos públicos é feita de acordo com os critérios de planejamento da expansão da demanda agregada.

Planejamento este, estabelecido pelos níveis do produto potencial e pelo saldo em conta corrente do balanço de pagamentos. As definições aqui construídas de *poupança pública* e de *investimento público* de um lado e de *receitas públicas* e de *gastos públicos* de outro lado, aparentemente contraditórias à luz da teoria econômica tradicional, emergem não da refutação destes conceitos em relação a quaisquer conceitos de qualquer doutrina econômica, mas da necessidade de especificação conceitual dos elementos

---

<sup>5</sup> A destruição automática de moeda tem justamente a função de diferenciar os *recursos autônomos* em relação à concepção tradicional de receitas de senhoriação. Isto se estabelece não apenas por não representarem expansões de meios de pagamentos, mas por adquirirem a forma aparente de “depósitos de poupança”, mesmo sem terem a função de “poupança”, como já explicitado no caso das *receitas públicas* destinadas à execução dos *gastos públicos*. Por esta razão, de modo diferente ao exemplo histórico da utilização de receitas de senhoriação para a execução do Plano de Metas, como no Governo JK (1956-1961), o mecanismo de “realocação da poupança interna” se institui como um instrumento de formação de poupança pública por ser proveniente de emissão monetária acoplada a um mecanismo de destruição automática de moeda de mesmo valor e assim, de reaproveitamento deste mesmo montante de moeda destruído para novas injeções de depósitos à vista, relativos a novos investimentos públicos. O que representa um processo de ruptura histórica em relação às formas institucionais de Finanças Públicas, empregadas ao longo história brasileira. Vide a seguinte explanação: “as reformas de 1964-1967 tiveram por objetivo explícito complementar o sistema financeiro brasileiro, constituindo um segmento privado de longo prazo no Brasil. A carência dessas instituições e instrumentos tinha ficado patente durante o Plano de Metas, cujo financiamento teve como fontes predominantes a emissão de moeda, algumas fontes fiscais, parafiscais e o capital externo. A precariedade daquele segmento do sistema financeiro brasileiro determinava que a emissão de moeda se tornasse uma fonte de financiamento inflacionária, na medida em que os recursos novos criados pelo governo não retornavam ao sistema sob a forma de poupança financeira, mas, sim, de depósitos à vista, (disponíveis para gasto imediato)” (HERMANN, 2004, p.76).

estabelecidos pela Teoria da Realocação da Poupança Interna, isto é, de elementos que são formados pelo mecanismo próprio de “criação e destruição automáticas de moeda”. A especificidade referida condiz à razão de que todo valor criado possui um valor idêntico destruído e disponibilizado em um fundo específico (reservas extra-bancárias) para novas rodadas de criação e destruição automáticas de moeda. Os recursos disponíveis nas reservas extra-bancárias representam ao mesmo tempo o total de moeda destruída automaticamente e a etapa posterior à emissão inicial de moeda, pois serão agora reutilizados, ou sob a forma de investimentos públicos, ou sob a forma de gastos públicos. Daí a questão da atribuição percentual dos recursos totais depositados conforme aos níveis de demanda estabelecidos pelo planejamento. A moeda total depositada (proveniente da destruição automática de moeda) que até então se apresenta sob um percentual X de *poupança pública* e sob um percentual Y de *receitas públicas* poderá ter estes mesmos percentuais alterados de acordo com as novas necessidades de expansão/retração dos *investimentos públicos*, o mesmo valendo para as necessidades de expansão/retração dos *gastos públicos*. O significado disto é que a destruição automática de moeda cumpre a função de não permitir a expansão da oferta da moeda quando da expansão dos gastos públicos e/ou dos investimentos públicos. Todavia, as novas destinações da moeda destruída são estabelecidas pelas regras de planejamento do crescimento econômico, seja pela manutenção dos níveis anteriores de *investimentos públicos* e de *gastos públicos*, seja pela alteração destes. Somam-se a estes montantes de recursos as novas rodadas de emissão de moeda (acompanhadas também de destruição automática de moeda), quando se decide pela expansão conjunta dos níveis dos *investimentos públicos* e dos *gastos públicos*.

Os ciclos de criação e de destruição automáticas de moeda definem a criação de uma unidade de poupança pública (destruição automática de moeda) a cada unidade criada de investimento público (criação de moeda). É o princípio da reutilização da moeda anteriormente destruída, que vem assumir a forma de novos depósitos à vista, referentes à execução dos investimentos públicos. O mesmo mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda também corresponde à geração de uma unidade de gasto público (pela emissão de moeda, ou reutilização da moeda anterior destruída) que determina, de forma automática, uma unidade de receita pública (destruição automática de moeda). No entanto, as decisões de criação de gastos públicos são feitas a reboque das decisões de criação dos investimentos públicos, pois o comando da demanda efetiva é exercido pela preponderância da geração de ganhos de produtividade sobre todo o processo de agregação do valor. A criação da *poupança privada* vem a ser um fenômeno econômico decorrente da criação da *poupança pública*. Esta é a principal materialização do objetivo teórico de “transformações exógenas que determinam transformações endógenas”. O conceito de “realocação da poupança interna” assume uma definição original a partir do fato de que as transformações de ordem monetária e tributária promovem as transformações de ordem real, ao reestruturarem não apenas as Finanças Públicas, mas também as condições de determinação da renda agregada, responsáveis pelo “equilíbrio macroeconômico”, isto é, as condições *macro* de equilíbrio entre “investimento e poupança”. A criação final da poupança interna (pública e privada) é o fundo de recursos do lado real da economia, proveniente dos novos patamares de tributação, e de renda agregada, que garante o lastro fiduciário a toda estrutura de criação e destruição automáticas de moeda.

Os recursos autônomos do Estado são recursos concernentes à reestruturação da demanda agregada, em que são expandidos, num primeiro momento, os gastos e os investimentos públicos, para um mesmo nível de oferta de moeda. O ciclo de criação e destruição automática de moeda, também denominado de alavancagem de depósitos à vista, comandada pelo Tesouro Nacional, tem a função de manter a oferta de moeda inalterada em relação a estas intervenções exógenas (verticais) de provimento de recursos, isto é, de criação de depósitos à vista a partir destas operações casadas entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. A variação da oferta de moeda, dentro da estrutura da Teoria da Realocação da Poupança Interna, é determinada de forma *endógena*, de acordo com a expansão dos depósitos à vista pelos próprios bancos comerciais, conforme o ritmo de concessão de moeda-crédito, ou seja, oriundo do ritmo de crescimento da atividade econômica.

A alavancagem de depósitos à vista, comandada pelo Tesouro Nacional, compreende, então, a fase *exógena* de realocação da poupança interna, que corresponde aos ciclos de formação e de utilização da “poupança pública”: destruição de moeda, de forma automática (formação) e criação de investimentos públicos a partir destes recursos monetários destruídos. A expansão endógena da poupança privada e por

extensão da poupança interna, ocorre em função do crescimento econômico conduzido pela maturação dos investimentos, tanto públicos, quanto privados. Crescimento econômico este, capitaneado pela taxa de investimento agregado, que propicia a geração e a difusão de ganhos de produtividade e que também possibilita o crescimento da renda per capita. O conceito de realocação da poupança interna passa, então, a fazer a distinção conceitual entre poupança pública e poupança privada: *poupança pública*, sempre exógena, pois precede à renda e à tributação e é determinada pela criação e destruição automáticas de moeda; *poupança privada*, exógena: oriunda da desoneração tributária sobre o valor agregado, impactando na reformulação dos preços relativos e oriunda da mudança das faixas de incidência do imposto de renda, em favor das faixas de menores rendimentos do trabalho, e também para micro, pequenas e médias empresas; e endógena: oriunda do crescimento da renda e do emprego, da maturação dos investimentos públicos e privados, sancionada pela expansão da concessão de moeda-crédito pelos bancos comerciais conforme o processo de agregação do valor, na fase assim concebida como *funding*.

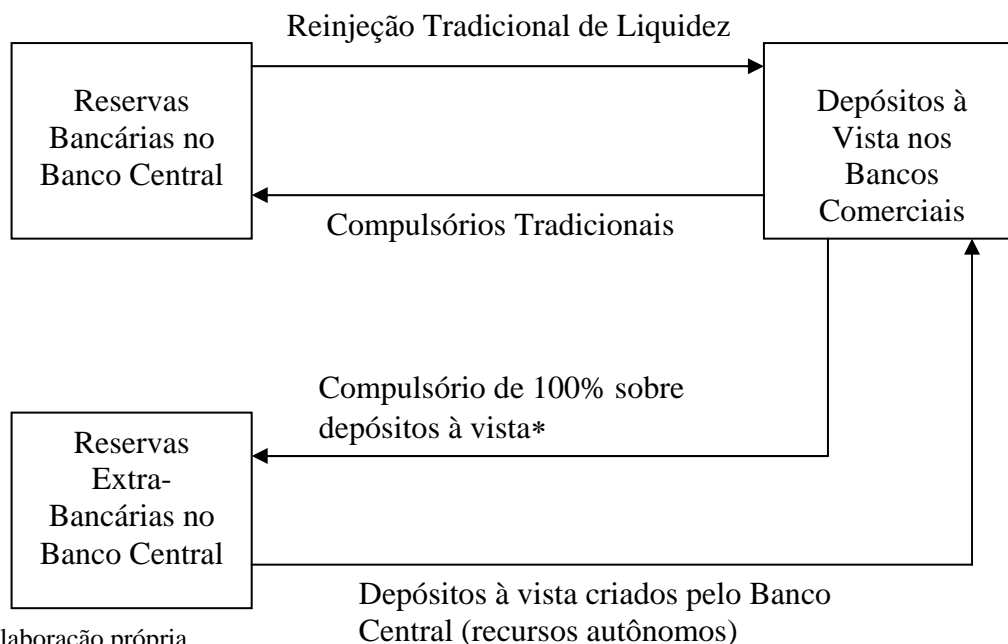
A alavancagem de depósitos à vista, comandada pelo Tesouro Nacional, estabelece o princípio da preservação dos valores dos depósitos à vista dos bancos comerciais em relação às operações de criação e destruição automáticas de moeda. Este princípio do Tesouro Nacional é o mesmo princípio que garante a preservação dos valores dos depósitos à vista dos correntistas dos bancos comerciais em relação à alavancagem promovida por estes mesmos bancos. Os bancos comerciais alavancam os depósitos à vista de seus clientes, isto é, “reutilizam” estes mesmos depósitos para concessões de crédito e diversas aplicações financeiras, dentro do propósito de geração de lucro para os próprios bancos. No entanto, os bancos garantem a manutenção dos saldos originais destes depósitos à vista, sendo que os direitos de saques são estipulados por limites diários, concernentes às regras de preservação dos níveis de liquidez, que asseguram a solvência dos bancos comerciais. O Tesouro Nacional passa a atuar em relação aos bancos comerciais de forma semelhante a que os bancos comerciais atuam em relação aos seus correntistas. Da mesma maneira que os bancos comerciais alavancam, “reutilizam” os depósitos à vista de seus correntistas, garantindo a integridade dos valores destes depósitos à vista, o Tesouro Nacional passa a “reutilizar”, “reaproveitar” e por isto “alavancar” os depósitos à vista administrados por estes bancos comerciais (pela destruição automática de moeda e posterior reutilização desta mesma moeda para criação de depósitos à vista do Banco Central), garantindo também a integridade dos valores destes depósitos à vista. A incidência concomitante das duas taxas de recolhimentos compulsórios, mencionadas anteriormente, mais as duas contas de reservas (bancárias tradicionais e extra-bancárias), representam o aparato fundamental de execução da política monetária e de regulação dos níveis de liquidez.

Delimita-se, de tal forma, as funções das reservas bancárias e das reservas extra-bancárias para a execução da política monetária. As reservas extra-bancárias ficam encarregadas de recolher a moeda destruída automaticamente (compulsório de 100% sobre os depósitos à vista, de mesmo valor dos depósitos criados pelo Banco Central) e de assim serem provedoras dos *recursos autônomos* para a criação de gastos e de investimentos públicos. As reservas bancárias ficam encarregadas de regular a liquidez pelo balanceamento do recolhimento dos depósitos compulsórios tradicionais com a contrapartida de instrumentos tradicionais de reinjeção de liquidez, a exemplo das operações de redesconto. A política monetária cumpre, através destas duas contas de reservas, a função de provedora de recursos para a política fiscal, e a função de manutenção da estabilidade macroeconômica, pela regulação dos níveis de liquidez entre as operações de criação e destruição automáticas de moeda e o gerenciamento tradicional da própria liquidez.

Ratifica-se, de tal modo, que o conceito de criação e destruição automáticas de moeda acaba por produzir um conceito semelhante para a mesma função desempenhada, o conceito de “substituição de fluxos monetários”. Substituição de fluxos monetários significa que os fluxos de moeda injetados na economia, no caso os fluxos de moeda provenientes das reservas extra-bancárias, passam a substituir a função (geração de recursos públicos) de antigos fluxos de moeda (tributação). O desaparecimento da tributação, em sua maior parte, libera liquidez sob a forma de depósitos à vista, e passa a reforçar o volume de depósitos à vista que será recolhido (pelo compulsório tradicional) para as reservas bancárias tradicionais. Este acréscimo de recursos depositados nas reservas bancárias representa uma expansão da base monetária. O mesmo corresponde justamente ao acréscimo do colchão de liquidez do Banco Central,

para a provisão de ajustes dos portfólios bancários, face às oscilações destes em relação às intervenções integradas do Tesouro Nacional com o Banco Central, nos bancos comerciais.

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



Fonte: Elaboração própria

\* Recolhimento automático de recursos de mesmo valor dos depósitos à vista criados pelo Banco Central.

Na questão da geração do “valor”, a destruição automática de moeda, que determina a criação de *poupança pública*, determina, para o Estado, uma forma de valor equivalente ao valor que tinha sido criado com a emissão de moeda destinada à efetivação de *gastos públicos* e de *investimentos públicos*. A forma equivalente de valor, aqui expressa, não corresponde à forma equivalente de valor entre duas mercadorias, conforme a definição de Marx. Na concepção de moeda-mercadoria de Marx uma mercadoria não expressava o valor, em si própria, mas numa outra mercadoria, dentro de uma relação de troca. Relação esta, configurada através de uma quantidade dessa segunda mercadoria para servir de equivalente do valor da primeira mercadoria. Por esta razão é que o dinheiro assumia a função de equivalente geral para as duas mercadorias, isto é, por ser o equivalente geral desta relação de troca. Neste sentido, a destruição automática de moeda gera um valor para o Estado, de forma equivalente ao valor que havia sido gerado com a criação de moeda para fins de *gastos públicos* e de *investimentos públicos*. Não se trata da personificação do valor de uso em valor de troca de uma mercadoria em relação à outra mercadoria, muito menos de criação de um valor equivalente entre duas moedas. Isto seria algo absolutamente errôneo de ser concebido, dado que obviamente uma unidade de moeda é igual, em valor, a uma outra unidade de moeda de um mesmo país! A afirmação para a determinação do valor se baseia no fato de que a moeda não produz valor por si só, mas somente quando esta se destina à realização de produção, ou seja, quando há vinculação direta da criação de fluxos monetários à criação de fluxos reais.

Assegura-se, por este mecanismo, o poder do Estado em conduzir a demanda efetiva pela criação de *investimentos públicos*, seguida da criação de *gastos públicos*, numa estrutura similar à estrutura proposta originalmente por Keynes. No entanto, a estrutura aqui construída não representa a formação de déficits públicos, aos moldes de Keynes. A justificativa está no fato de que as criações de moeda, concernentes às criações dos *gastos públicos* e dos *investimentos públicos* possuem a contrapartida das respectivas destruições automáticas de moeda de mesmo valor destes *gastos públicos* e destes *investimentos públicos*. Isto corresponde à determinação de investimentos públicos e de gastos públicos

sem haver a expansão dos meios de pagamentos. De fato, a destruição automática de moeda, ao criar a *poupança pública* no exato momento da criação dos *investimentos públicos*, da mesma forma que pela criação das *receitas públicas* no também exato momento da criação dos *gastos públicos*, é que determina o valor para a moeda que fora criada pela emissão monetária, ou que tenha sido criada pela reutilização de uma moeda anteriormente destruída, para as funções de *investimentos públicos* e de *gastos públicos*.

A lógica da criação e destruição automáticas de moeda promove a “substituição de fluxos monetários” visto que este sistema funciona através da injeção de um fluxo de moeda, contrabalanceado pela retirada de circulação, no mesmo instante, de um fluxo de moeda de mesmo valor. O Estado<sup>6</sup> só injeta uma unidade de moeda em circulação, se uma outra unidade de moeda vier a ser retirada de forma automática de circulação. Estabelece-se, a partir daí, que as decisões de gastos e de investimentos públicos serão executadas sem haver qualquer expansão na oferta de moeda em relação a estas operações de criação e destruição automáticas de moeda. Este é o mesmo princípio de que para uma mesma oferta de moeda se criam gastos e investimentos do Estado, e se estabelecem fundos, de mesmo valor desses gastos e investimentos públicos, destinados à realização de novos gastos e novos investimentos públicos.

A reutilização da moeda anterior é o princípio básico de manutenção dos níveis pré-determinados de gastos e investimentos públicos. Por isto, neste processo, só ocorrerá novas rodadas de emissão de moeda quando for decidida a expansão destes mesmos níveis de gastos públicos correntes e de investimentos públicos. Caso não existisse a destruição automática de moeda, a moeda emitida e posta em circulação tenderia a perder o seu valor, por se inserir num processo gradual de corrosão inflacionária. Isto por que uma unidade de moeda emitida e posta em circulação, nos mesmos moldes atuais, ou seja, sem possuir a contrapartida da retirada de circulação de uma outra unidade de moeda de mesmo valor, resultaria apenas na criação de um novo depósito à vista, somado aos depósitos à vista já existentes. Corresponderia a um processo contínuo de sancionar a chamada inflação de demanda, pois ocorreria a inversão do princípio anteriormente firmado, ou seja, seria dada a expansão da demanda de bens e serviços através da expansão da oferta de moeda, para um mesmo nível de oferta agregada.

A estrutura da moeda autônoma do Estado (pela criação e destruição automáticas de moeda) tem como base a expansão da demanda por bens e serviços, para uma mesma oferta de moeda, no curto prazo. No longo prazo, a garantia da expansão dos gastos públicos é condicionada ao crescimento sustentável do investimento agregado, responsável pela geração de ganhos de produtividade. Os ganhos de produtividade se cristalizam como o resultado da maturação dos investimentos públicos e privados que assegura a determinação do “lastro fiduciário” de toda a moeda criada de forma autônoma à tributação e à renda. Neste caso, a expansão da oferta agregada é regida pelo comando do Estado sobre a demanda efetiva, isto é, pela criação de *investimentos públicos* que criam, de forma automática, a *poupança pública*. O crescimento do investimento agregado, tanto em termos nominais, quanto em percentuais do produto, é o fator principal que determina o crescimento da renda sem pressões inflacionárias, tanto no curto como no longo prazo. O papel do investimento agregado (público e privado) perante a estabilidade macroeconômica é de ser justamente um elemento condutor da demanda agregada, no curto prazo, e de ser um elemento transformador da oferta agregada, no longo prazo. O lastro fiduciário da moeda está baseado na capacidade de se observar o crescimento da renda e do produto per capita, sem estarem estes atrelados à perda do poder de compra desta mesma moeda. Os ganhos de produtividade são o principal meio assegurador da estabilidade de preços e da expansão do produto per capita. Os *investimentos públicos* por gerarem (a todo momento) uma respectiva *poupança automática*, se sagram como meios de geração e de difusão de ganhos de produtividade, por transmitirem os efeitos destes para toda a cadeia produtiva e também por contribuírem para a expansão dos *investimentos privados* face ao crescimento induzido da renda agregada.

A distinção de atribuições em relação aos gastos públicos em relação aos investimentos públicos está no fato de que os gastos públicos são responsáveis pela manutenção da taxa de crescimento do produto, enquanto que os investimentos públicos é que são os responsáveis pela expansão da taxa de crescimento do produto. Isto advém do fato de que aos investimentos públicos competem à missão de

---

<sup>6</sup> A única situação em que o Estado não atenderá ao princípio de que para toda moeda em circulação há uma moeda que fora retirada de circulação será na questão da efetivação de receitas de senhoriagem, isto é, na questão da emissão de moeda concernente às necessidades de expansão dos níveis dos saldos monetários reais.

promotores e propagadores essenciais dos ganhos de produtividade para todos os setores da economia, isto é, atuam como maiores responsáveis pelo crescimento das variáveis per capita. As discussões acerca do papel dos gastos públicos quanto à contribuição para o crescimento da renda se inserem numa estrutura de multiplicadores de gastos autônomos de Keynes *versus* a concepção neoclássica de que gastos públicos seriam “fontes de déficits públicos e de pressões inflacionárias”.

Pela Teoria da Realocação da Poupança Interna, o conceito de equilíbrio fiscal permanente assegura que para todo *investimento público* há uma *poupança pública* uma vez que a *poupança pública* existe por ter sido criada automaticamente pelos investimentos públicos; da mesma forma que para todo *gasto público* há uma *receita pública*, pois a *receita pública* existe por ter sido criada também automaticamente pelos gastos públicos. No entanto, mesmo não se trabalhando com o conceito de “déficit público” por não ser o orçamento fiscal, gerado pela arrecadação tributária que se utiliza para as Finanças Públicas, mas o orçamento guiado pelo produto potencial e pela restrição externa como variáveis de ajuste, se deve ater ao fato de que os gastos públicos por si próprios apenas geram crescimentos na demanda no curto prazo, mas não asseguram o mesmo crescimento para os períodos posteriores. Os investimentos públicos é que exercem o comando sobre a demanda efetiva, ou também dizendo, sobre a agregação do valor, ao se estabelecerem como elementos-chave na geração de ganhos de produtividade, sendo os verdadeiros responsáveis pela expansão dos gastos públicos, dentro dos limites permitidos pela oferta agregada.

O crescimento da renda agregada e o correspondente crescimento do giro da moeda-crédito resultam do maior nível de liquidez concernente à agregação do valor, com maiores volumes de depósitos à vista, advindos de maiores lucros nominais e de maiores salários, que com isto, sancionam, de forma *endógena*, um maior nível de poupança privada. Todas estas *transformações endógenas* (do crescimento da renda agregada ao crescimento da poupança privada) são resultados obtidos pelas *transformações exógenas* (pela criação de investimentos públicos e de gastos públicos por recursos autônomos e pelas desonerações tributárias). A *poupança pública* (moeda destruída e imobilizada para a formação de investimentos públicos) é a parcela de recursos monetários da conta de reservas extra-bancárias que é hegemônica sobre o processo de alavancagem de depósitos à vista comandada pelo Tesouro Nacional, seguida pela parcela de recursos monetários da mesma conta de reservas extra-bancárias, imobilizados para a formação de gastos públicos, ou seja, as *receitas públicas*. O crescimento da *poupança privada* advém do crescimento da renda agregada.

Do mesmo modo, o crescimento dos *gastos públicos*, mesmo sendo proveniente da moeda autônoma do Estado, está vinculado às possibilidades de expansão das execuções orçamentárias conforme aos níveis do produto potencial e do saldo em conta corrente do balanço de pagamentos. Esta é a razão essencial para os *investimentos públicos* exercerem o comando sobre a demanda efetiva. Os ganhos de produtividade, que ampliam o produto potencial e reduzem a restrição externa são determinados, em primeiro plano, pelos *investimentos públicos*, seguidos dos *investimentos privados*. Isto vem a demonstrar que a Teoria da Realocação da Poupança Interna transforma o produto potencial e a restrição externa nas variáveis de ajuste fundamentais para o “orçamento público” em substituição à capacidade de arrecadação tributária vinculada ao crescimento do produto. Consiste na transferência do orçamento público, da esfera fiscal, dependente da renda, para a esfera da moeda autônoma do Estado, dependente da economia real. A produtividade é assim o lastro final de todo este processo de *transformações endógenas*.

A Teoria da Realocação da Poupança Interna constrói, de tal maneira, uma estrutura de determinação da demanda agregada pela prioridade do fortalecimento do investimento agregado, seguido dos gastos públicos e pela proporcional redução da participação percentual do consumo agregado. A razão para tal opção se faz pela questão de que os *investimentos públicos* e os *gastos públicos* passam a ser os condutores do crescimento da renda agregada, sem que as suas “decisões de gastar e investir” venham a estar submissas às “incertezas do mercado”, justamente por serem geradas a partir dos recursos autônomos. A determinação de recursos autônomos para o Estado se apresenta de modo superior à própria destinação de recursos do Estado, aos bancos do sistema financeiro, para a concessão de crédito. Isto porque a concessão do crédito em si, por mais que possa vir a ser advinda da emissão de moeda, não garante que os objetivos finais de política econômica venham a se materializar sob a forma de maiores níveis de renda e emprego.



A diferença está no fato de que a concessão de crédito é uma operação de formação de dívidas, enquanto que a criação de recursos autônomos para o Estado não representa nenhuma forma de criação de dívida pública ou de expansão de meios de pagamentos. Mas, de reconfiguração da oferta de moeda disponível, sem expandi-la, e também de reconfiguração dos elementos da demanda agregada, pela maior participação percentual do investimento agregado, conduzido pelo investimento público, seguido dos gastos públicos, com a respectiva diminuição da participação percentual do consumo agregado. A armadilha derivada das operações de concessão de crédito vem à tona quando a mesma esbarra na questão dos níveis de endividamento das empresas e das famílias. Conforme as definições de Keynes, “concessão de crédito é por natureza uma operação de risco, atrelada às incertezas de todas as esferas econômicas”. Por isto mesmo, estabelecer um regime de moeda autônoma do Estado significa construir uma estrutura de determinação da renda que supera todos os entraves históricos de condução da demanda agregada, ao não depender das oscilações das decisões de consumo e investimento dos agentes privados, e, sobretudo, ao não depender da capacidade de arrecadação tributária do Estado para a geração de recursos para o próprio Estado.

### **3. Teoria da Realocação da Poupança Interna, Moeda Cartalista de Knapp e a Teoria das Finanças Funcionais de Abba Lerner**

A Teoria da Realocação da Poupança Interna tem a missão de resgatar os objetivos teóricos fundamentais das *Finanças Funcionais* que eram a promoção do pleno emprego conjugada à manutenção da estabilidade de preços. Esses objetivos teóricos se encontravam inseridos no escopo da chamada abordagem cartalista da moeda, isto é, na concepção de moeda regida pela integração entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. Para a Teoria da Realocação da Poupança Interna, o princípio básico que converge à abordagem cartalista da moeda se faz pela peculiaridade da noção de equilíbrio orçamentário público, concebida através da emissão de moeda, ou da reutilização da moeda anteriormente destruída, vinculada à destruição automática de moeda.

A moeda cartalista foi também denominada por Abba Lerner (1943) como sendo “a moeda guiada pelos tributos”, por ter sido a tributação eleita, à época, como o canal eficaz de destruição de moeda, o qual enxugava o excesso de moeda que havia sido criado pelo próprio Estado. Para a Teoria da Realocação da Poupança Interna, o conceito de “moeda guiada pelo produto potencial” tem a ver com a determinação dos níveis máximos de criação e de destruição de moeda, tanto para a expansão da demanda agregada, quanto para a própria oferta agregada. Isto demonstra que o conceito de equilíbrio orçamentário, e por extensão, de equilíbrio macroeconômico, sai da esfera da geração de recursos em função da capacidade de arrecadação tributária, para a capacidade de criação de recursos públicos vinculada aos limites reais da economia: o produto potencial e a restrição externa, dada às condições estruturais do balanço de pagamentos.

O conceito de moeda cartalista, formulado originalmente por Knapp, em 1905, teve como objetivo a criação de uma teoria estatal da moeda, pela explicação de que a determinação do valor da moeda é dada pelo poder do Estado em criar e também destruir sua própria moeda. Isto serviu como tentativa de refutação às velhas leis do metalismo, e também à teoria quantitativa da moeda, a qual definia que a moeda desempenhava um “papel neutro” sobre a atividade econômica, dado que a sua função era a de meramente sancionar as transações. Conforme essa teoria, a moeda deveria apenas permitir a realização das trocas, mas não deveria servir nem como ativo, e muito menos como “meio de criação de recursos para o Estado!!!”. *O termo cartalista deriva do neologismo cartal, criado por Knapp, por sua vez, cartal deriva de carta, do latim charta, que significa folha de papiro, material usado para a escrita na Antiguidade, no caso Knapp usa este termo para referir-se ao dinheiro-papel, impresso* (WRAY, 2003, p.36).

Os trabalhos de Knapp antecederam a Keynes na construção teórica da influência das variáveis monetárias nominais sobre as variáveis reais da economia, tanto no curto prazo, como no longo prazo. Tais trabalhos significaram o início de uma demarcação científica em relação ao papel da moeda em ser um elemento promotor da expansão da atividade econômica, sem gerar respectivas pressões inflacionárias. Consistiu-se, de tal modo, na primeira formulação acerca da não-neutralidade da moeda. A definição do valor da moeda, pela abordagem cartalista da moeda, não é dada pelo ouro ou por qualquer

outro metal atrelado à sua criação, e nem pelo valor fiduciário determinado juridicamente pelo Estado, mas sim pelo movimento de refluxo “epicêntrico” da moeda em relação ao Estado que é o seu criador. Conforme exposto por Knapp, a saída de circulação da moeda, saindo do setor privado em direção ao seu criador, o Estado, por meio da tributação, eliminaria pressões inflacionárias, por retirar o “excesso de moeda em circulação”, que fora injetado sob a forma de emissão de moeda para o cumprimento das despesas do Estado. Este é o princípio básico da abordagem cartalista da moeda: a moeda não é criada para as necessidades de dispêndio do público, mas para atender às necessidades de dispêndio do Estado. Por outro lado, o público necessita desta mesma moeda para o respectivo pagamento de tributos, ou seja, a demanda pela moeda do Estado é instituída como o canal que cumpre o enxugamento dos “fluxos monetários excedentes em relação aos fluxos reais da economia”, perfazendo o movimento “epicêntrico” de saída da moeda de circulação, com a “volta” da mesma para o Estado.

“[...] Se há padrão ouro ou prata no exterior, a moeda em espécie será sempre aceita fora do país, desde que possa ser ‘monetizada’ e aceita em pagamentos de tributos no país estrangeiro. Por outro lado, papel-moeda é denominado somente na unidade doméstica de conta e não pode ser ‘monetizado’ ou aceito para pagamentos de tributos no exterior. Finalmente, embora Smith não o tenha reconhecido explicitamente, o pagamento de tributos é uma forma de refluxo que remove papel-moeda (e moeda em espécie) de circulação, assim como o dinheiro bancário (notas ou depósitos) refluí quando notas e cheques são apresentados para pagamentos ou compensação. Não é de fato a conversibilidade, mas antes o refluxo que remove papel-moeda ‘não-desejado’. George Friedrich Knapp expôs uma teoria estatal da moeda similar, mas muito mais geral, no que é hoje conhecida como abordagem cartalista. Essa abordagem é oposta à visão metalista, de acordo com a qual o valor da moeda deriva do valor do padrão metálico adotado (por exemplo, ouro ou prata). Mas geralmente, de acordo com Knapp, os metalistas tentam ‘deduzir’ o sistema monetário ‘sem a ideia de um Estado’. Isso é um ‘absurdo’, porque ‘a moeda de um Estado é aquela que é ‘aceita nos guichês de pagamento públicos’(Knapp, [1924] 1973). É impossível separar a teoria monetária da teoria do Estado. Dinheiro sempre significa meio de pagamento cartal. Todos os meios de pagamentos são chamados de dinheiro. A definição de dinheiro é doravante um meio de pagamento cartal. Assim, é a decisão do Estado de aceitar nos guichês de pagamentos estatais e não leis de curso forçado, que cria uma ‘moeda cartal’. De acordo com Knapp, pagamentos ‘cêntricos’, ou aqueles que envolvem o Estado, são decisivos; estes tomam a forma de (1) ‘pagamentos ao Estado como recebedor, a estes chamaremos epicêntricos’, ou (2) ‘pagamentos feitos pelo Estado, a estes chamaremos apocêntricos. Por outro lado, os pagamentos entre pessoas privadas (‘paracêntricos’) não são tão importantes como se supõe, porque eles, em sua maior parte, para se dizer, regulam a si mesmos. Na verdade, as ações do Estado têm um papel importante na determinação do que servirá como meio de pagamento (‘paracêntrico’) em transações privadas” (WRAY, 2003, pp.44,45).

As definições cartalistas de movimentos apocêntricos e epicêntricos da moeda também serviram de base para a dimensão dos conceitos de injeções e vazamentos de renda, de Keynes (1936), e para a noção de criação e de destruição de moeda da Teoria das Finanças Funcionais, de Abba Lerner (1943). Tal mecanismo se aplicou quando Abba Lerner propôs que as Finanças Públicas passassem a ser definidas pelo equilíbrio entre a criação primária de moeda (expansão de meios de pagamentos para o financiamento dos gastos públicos) e a retirada desta mesma moeda de circulação, pela tributação de igual valor dos gastos públicos gerados pela emissão de moeda.

“[...] Depression occurs only if the amount of money spent is insufficient. Inflation occurs only if the amount of money spent is excessive. The government – which is what the state means in practice – by virtue of its power to create or destroy money by fiat and its power to take money away from people by taxation, is in a position to keep the rate of spending in the economy at the level required to fill its two great responsibilities, the prevention of depression, and the maintenance of the value of money” (LERNER, 1947, p.314).

Pela lógica das *Finanças Funcionais*, não é a existência em si do tributo que vem a garantir o valor da moeda, mas o fato do tributo ser um instrumento de sua destruição, ou seja, de retirada de circulação do excedente monetário em relação às transações concernentes aos fluxos de produção da economia. Quer dizer, a tributação funcionaria como um canal de enxugamento da moeda emitida de forma excedente aos fluxos reais de produção, visando a garantir, por extensão, o equilíbrio entre oferta e demanda agregada.

“[...] 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 moeda [do mercado] serão todos tratados tendo exclusivamente em vista os resultados destas ações na economia, e não em alguma doutrina tradicional estabelecida sobre o que é ou não saudável {LERNER, 1943, p.39}. Ele prosseguiu listando duas ‘leis’ das finanças funcionais: a primeira responsabilidade financeira do governo (visto que ninguém mais pode assumir essa responsabilidade) é manter a taxa total de dispêndio no país em bens e serviços nem maior nem menor que a taxa que a preços correntes, compraria todos os bens que são possíveis produzir {LERNER, 1943, p.39}. Quando o dispêndio é muito alto, o governo deve reduzi-lo e aumentar os tributos; quando é muito baixo, o governo deveria aumentar o dispêndio e reduzir os tributos. Um interessante corolário é que a tributação nunca deve ser estabelecida apenas por que o governo precisa fazer pagamentos monetários (...) Tributação deveria, pois, ser imposta somente quando é desejável que os contribuintes tenham menos moeda para gastar {LERNER, 1943, p.40}. Se o governo não usa tributos para ‘fazer pagamentos monetários’, então como estes são feitos? De acordo com Lerner, o governo não deveria recorrer a empréstimos para os propósitos de dispêndio por que ‘a segunda lei das Finanças Funcionais diz que o governo só deveria tomar empréstimos em moeda se fosse desejável que o público devesse ter menos moeda e mais títulos governamentais’. Em outras palavras, o propósito dos tributos e dos títulos não é realmente financiar dispêndio, pois cada um destes serve a um propósito diferente (tributos removem renda privada excessiva enquanto títulos oferecem uma moeda alternativa que rende juros). Em resumo, Lerner argumentou: *Finanças Funcionais rejeitam completamente doutrinas tradicionais de ‘finanças saudáveis’ e o princípio de tentar equilibrar o orçamento durante um ano solar ou qualquer outro período arbitrário. Em seu lugar, prescreve: primeiro, o ajustamento do dispêndio total (por todos na economia, incluindo o governo) a fim de eliminar tanto o desemprego quanto a inflação, usando o dispêndio governamental quando o dispêndio total é muito baixo e a tributação quando o dispêndio total é muito alto; segundo, o ajustamento da quantidade de dinheiro e de títulos governamentais em poder do público, pela tomada de empréstimos ou pagamento de dívidas, a fim de alcançar a taxa de juros que resulta no nível mais desejável de investimento; e terceiro, a impressão, armazenamento ou destruição de moeda à medida que for necessário para implementar as duas partes do programa {LERNER, 1943, p.41}”* (WRAY, 2003, pp.95,96).

A noção de moeda em Abba Lerner se assemelha, em parte, à noção de moeda em Keynes devido a ambos terem trabalhado dentro do escopo de não-neutralidade, tanto curto como no longo prazo. As propostas de Keynes e Abba Lerner tinham a ver com a questão da refutação frente à dicotomia clássica da moeda: variáveis reais *versus* variáveis nominais. O papel da moeda como um ativo, em Keynes<sup>7</sup>, assegurava o fato de que em períodos de incerteza e recessão, os agentes econômicos prefeririam “reter moeda”, justamente pelo fato da moeda garantir liquidez diante dos demais ativos. Essa característica da moeda (concebida como ativo) fez com que Keynes reformulasse os motivos para a existência de sua

---

<sup>7</sup> “De fato, a moeda - para Keynes e para os pós-keynesianos - é vista como uma representação geral da riqueza, um ativo que pode ser retido como poder de compra em sua forma mais pura, a ser gasto em alguma data futura indefinida. Por seu atributo de liquidez por excelência, ela afeta as escolhas que são feitas com relação à alocação da riqueza, devido à sua capacidade de liquidar dívidas e representar o poder de compra em sua forma mais pura”.

demanda, acrescentando ao já concebido motivo transação (desde os neoclássicos) aos de agora motivos precaução e especulação (KEYNES, 1936, cap.15). Na mesma linha de raciocínio, Keynes afirmara que para uma economia abaixo do pleno emprego, a política monetária poderia exercer um papel coordenado à política fiscal, de modo a reconduzir os níveis de produto e emprego aos níveis de capacidade plena. Dentro dessa análise, o entesouramento de moeda, ou também dizendo, o empoçamento de liquidez passara a ser caracterizado como a materialização da “incerteza” diante da deflagração de recessões. A moeda passara a ser percebida como um dos “ativos” de maior relevância, ao lado dos metais preciosos, dentro de um cenário de escassez de demanda. A preferência pela liquidez, a partir daí, se enraizou como a principal formulação teórica de Keynes para a definição da moeda como “ativo”, concorrente aos demais da economia; ao afetar tanto os agentes econômicos, quanto aos bancos, em momentos de incerteza face à desaceleração da atividade produtiva.

Abba Lerner (1943), diferente de Keynes (1936), não formulou de forma matemática, precisa, a proposta de construção de um modelo de “multiplicador de gastos autônomos”, pela referência matemática ao impacto desses gastos autônomos sobre o consumo atrelado à renda, através das propensões marginais a consumir. As conclusões de Abba Lerner (1943) se deram pela noção de que o Estado tinha a prerrogativa de criar a sua moeda, numa alusão a Knapp, para a efetivação de seus gastos e seus investimentos, e que por esta razão o Estado criaria as bases reais para se exercer a tributação. A tributação, por Abba Lerner, retiraria o excesso de moeda de circulação, que seria exatamente o “excesso de poupança” nas mãos dos indivíduos. Sem se dar conta, Abba Lerner trabalhara de forma intuitiva com um multiplicador de gastos, de valor 1, pois se o montante de moeda a ser retirado pela tributação deveria ser o mesmo montante de moeda que fora criado pela emissão de moeda, isto significava também que o produto final cresceria sob o mesmo valor dos gastos injetados.

Esta constatação também é válida para a atribuição de que a “moeda a ser enxugada pela tributação” seria a moeda que estaria em excesso em relação aos fluxos reais da economia, isto é, retida sob a forma de depósitos à vista, que poderiam culminar ou na formação de bolhas de consumo, ou na geração de “poupança excedente”, com repercussões diretas sobre o “desmoronamento” das taxas de juros. As Finanças Públicas na versão das *Finanças Funcionais* seriam uma espécie de sistema de “vasos comunicantes”, regulado, no início do sistema, pela emissão de moeda, e no final do sistema, pela tributação de um valor idêntico ao valor do montante da moeda emitida pelo Estado, acrescida do também lançamento de títulos públicos como forma de regulação das taxas de juros de mercado. Na verdade, o Estado tributaria o montante exato de moeda que ele mesmo tinha conhecimento de que havia injetado na economia.

Keynes, mesmo tendo discorrido sobre a relevância da moeda para a promoção da atividade econômica, isto é, em relação a seu papel de “não-neutralidade”, não realizara uma propaganda enfática e apaixonada (do mesmo modo que Abba Lerner) quanto ao “uso da emissão monetária” como instrumento formador da política fiscal. Abba Lerner propagou, na verdade, um sistema de política econômica que adviria da ação integrada, entre a política monetária e a política fiscal, com o resgate do conceito de moeda cartalista de Knapp, ao ressuscitar de tal maneira a noção de equilíbrio entre os movimentos apocêntricos e epicêntricos, os quais tinham a incumbência de regular o valor fiduciário da moeda.

“[...] The modern state can make anything it chooses generally acceptable as money and thus establish its value quite apart from any connection, even of the most formal kind, with gold or backing of any kind. It is true that a simple declaration that such and such is money will not do, even if backed by the most convincing constitutional evidence of the state's absolute sovereignty. But if the state is willing to accept the proposed money in the payment of taxes and other obligations to itself the trick is done. Everyone who has obligations to the state will be willing to accept the pieces of paper with which he can settle the obligations, and all other people will be willing to accept those pieces of paper because they know that taxpayers, etc, will accept them in turn. On the other hand if the state should decline to accept some kind of money in payment of obligations to itself, it is difficult to believe that it would retain much of its general acceptability...What this means is that whatever may have been the history of gold, at the present time, in a normally well-working economy, money is a creature of the state. Its

general acceptability, which is its all-important attribute, stands or falls by its acceptability by the state” (LERNER, 1947, 313).

Já para Keynes, e acima de tudo, para a dita *economia keynesiana*<sup>8</sup> (CARDIM DE CARVALHO, 1994, p.34), a política econômica seria de cunho estritamente *fiscalista*. A política fiscal é que possuiria as rédeas fundamentais para se expandir a renda e o emprego, tendo a política monetária um papel secundário, mais atrelado às questões de estabilização dos mercados. De fato, essa é considerada até hoje uma discussão pouco esclarecida a respeito da Teoria Geral. A dúvida emerge quanto ao posicionamento de Keynes ao concordar plenamente, ou não (dentro da visão de moeda esboçada na Teoria Geral), com a prerrogativa de que o Banco Central teria o poder de fixar a oferta de moeda. De tal modo, através da intervenção sobre a quantidade de dinheiro em circulação é que o Banco Central viria a influir na fixação das taxas de juros. Tal razão se deve às controvérsias, em Keynes, quanto à exogenia *versus* à endogenia, presentes nas discussões que surgiram a respeito da noção de moeda retratada na Teoria Geral *versus* a noção de moeda, anterior, do Treatise. Okun (1967) definiu bem o papel secundário da moeda na Teoria Geral: “*Keynes enxergava na política monetária uma ponte para o encadeamento à promoção do investimento, isto é, à expansão da demanda agregada*”. Para Keynes, a prerrogativa do Banco Central quanto ao controle da oferta de moeda permitiria a este expandir a quantidade de moeda em circulação até que se alcançasse a taxa de juros que estimulasse o crescimento do investimento e da renda, e com isto também alcançasse o pleno emprego. Este nível de renda é que sancionaria o equilíbrio entre o investimento e a poupança.

“[...] The keynesian model of short-run income determination provides a clear specification of the way in which central bank Instruments affect the level of output. A change in the volume of money alters the rate of interest so as to equate the demand for cash with the supply; the change in interest affects the level of investment; the change in investment has a multiplied effect on equilibrium income (...) In the keynesian model, the central bank is assumed to fix the supply of money, while the public’s demand for money depends on income and interest, as expressed in the liquidity preference function. In the world of the model, a single homogeneous earning asset is available to the public as an alternative to cash. The yield required to induce the appropriate demand for the earning asset relative to zero yielding cash depends on the supply of money relative to income. Thus, when the central bank alters the volume of money, it affects the rate of interest {OKUN, 1967, p.143}” (CARDIM DE CARVALHO, 1994, p.33).

Abba Lerner, na outra ponta, ao tratar da promoção do pleno emprego através do uso coordenado entre a criação de moeda e a tributação, vislumbrava a moeda como um instrumento criador direto dos gastos públicos. A moeda era entendida como sendo o instrumento que preenchia a lacuna da falta de recursos do Estado, não sendo vista como um elemento desencadeador de pressões inflacionárias não somente em razão da economia se situar abaixo do pleno emprego, mas, pela razão maior de que para Abba Lerner a demanda por moeda seria desencadeada pela demanda por bens e serviços, e não havendo o dito “excesso de moeda” enquanto a economia estivesse abaixo do pleno emprego! Conforme também analisado por Forstater (1999), Abba Lerner considerava que “quando existisse desemprego, salários e empregos é que seriam escassos, e não bens e recursos”. Estes últimos estariam “ociosos”, e por esta mesma razão é que haveria espaço para impulsionar a produção e o consumo por meio da emissão de moeda, dado que a moeda é que estaria “escassa”!!!!

---

<sup>8</sup> Conceito exposto por Cardim de Carvalho (1994) em relação às diversas correntes de seguidores de Keynes, ao longo do século XX, que, por caminhos distintos, produziram versões antagônicas em relação ao papel da moeda dentro da execução da política econômica. A corrente dos pós-keynesianos britânicos, liderada por Kaldor, atribuiu um papel totalmente passivo à oferta de moeda. Oferta essa, de tal modo *horizontal*, por ser fixada de maneira plenamente endógena pelos bancos comerciais, se buscando evidenciar que o Banco Central não teria qualquer controle sobre o seu lado quantitativo. O Banco Central apenas seria capaz de interferir por meio da fixação da taxa básica de juros. A taxa de juros é que seria o referencial para o estabelecimento da demanda por novos empréstimos.

“[...] What is scarce is money. The lack of money to spend on the goods is what keeps the unemployed resources from producing more goods. Work, moreover, instead of being a curse, is desired more than anything else because the alternative is not the enjoyment of leisure but the suffering of unemployment and deprivation. Of course, if people could get income without having to work they would not object too much (although their self-respect in feeling they are useful members of society who are earning their income is too easily underestimated). But it is only by finding work that they can obtain the necessary income they need” (LERNER, 1951, pp.147, 148).

De certo modo, Abba Lerner já dava uns primeiros passos rumo ao programa de pesquisa de Kaldor, quanto à endogenia da moeda, mesmo advogando pelo lado da exogenia. Motivo este, identificado por ter conferido um destaque de primeira grandeza ao papel da moeda quanto à indução do crescimento da renda. No entanto, Kaldor<sup>9</sup> só concretizara essa formulação na década de 80, ao articular a questão da determinação da oferta de moeda como uma resposta do papel dos bancos na busca por expansão de seus próprios lucros. Abba Lerner, do mesmo modo que o próprio Keynes, enxergava na tributação o canal para a restauração dos déficits públicos iniciais. O crescimento da arrecadação tributária viria naturalmente com o crescimento econômico (entendimento comum para Keynes e Abba Lerner). Isto faria com que, para Abba Lerner, se enxugasse o “excesso de poupança” que seria formada se não fosse drenada a moeda inicialmente emitida para se executar os gastos públicos. A noção de “vasos comunicantes” seria assim completada em função de se ter enxugado o excesso de moeda, isto é, por se ter impedido formar a já referida “poupança excessiva”, que viria a ser materializada através de um crescimento abrupto de depósitos à vista. Abba Lerner concebia a tributação, por continuidade a Knapp, como o instrumento de determinar a demanda para a moeda do Estado, pois os agentes econômicos seriam forçados a “poupar” sob a forma desta moeda, e não sob a forma de outros ativos, para o cumprimento das respectivas obrigações tributárias. Knapp e Abba Lerner, também em convergência a Keynes, viam na moeda um instrumento de poupança dos agentes, ao contrário da prerrogativa neoclássica de que a poupança só seria expressa sob a forma de títulos.

“[...] The spending of money...out of deficits keeps on increasing the stock of money (and bank reserves) and this keeps on pushing down the rate of interest. Somehow the government must prevent the rate of interest from being pushed down by the additions to the stock of money coming from its own expenditures...There is an obvious way of doing this. The government can borrow back the money it is spending” (LERNER, 1951, pp. 10, 11).

Para Keynes, a expansão dos gastos autônomos da demanda agregada, com seus impactos sobre a renda, através dos respectivos multiplicadores, é justamente o próprio instrumento de determinação da renda. O nível de renda é por tal razão responsável pelo nível de equilíbrio entre investimento e poupança, e, por conseguinte, pela determinação da taxa de juros. Para Abba Lerner, a determinação da renda é feita pela regulação entre os fluxos de emissão de moeda (como geração de receitas públicas) e a tributação e a emissão de títulos públicos, após o crescimento da renda (como meios de enxugamento do excesso de moeda, e de também enxugamento do excesso de poupança gerado). Ajustava-se a taxa de juros, (conforme a estrutura das Finanças Funcionais) e se impedia que a mesma viesse a tender a zero por conta do excesso de liquidez. Promovia-se, deste modo (também dentro das Finanças Funcionais), o ajuste macroeconômico dos níveis de investimento agregado e de poupança agregada.

A Teoria da Realocação da Poupança Interna segue o caminho aberto por Abba Lerner, no sentido da utilização da “emissão de moeda” como elemento introdutor de todo um ciclo de posteriores criações e destruições automáticas de moeda, para a execução das Finanças Públicas. Por extensão, e, sobretudo,

---

<sup>9</sup> A analogia do raciocínio de Abba Lerner e Kaldor estava na associação em relação à noção de que não haveria excesso de moeda (com a ressalva de que, para Abba Lerner, a não “existência de excesso de moeda” estaria dentro do espaço de “existência de capacidade ociosa” dos recursos produtivos), por que a moeda demandada corresponderia à necessidade de atendimento da demanda de bens e de serviços. Já Kaldor, nos anos 80, articulava tal afirmação para creditar aos bancos o papel de sancionadores das transformações econômicas. O ritmo da concessão do crédito seria visto como um resultado dos estímulos advindos do crescimento da demanda de moeda em função dos patamares crescentes de agregação de valor.

pelo reconhecimento contemporâneo do trabalho iniciado por Abba Lerner, se reconhece o mérito da obra de Randall Wray (2003[1998]), que ao ter resgatado as *Finanças Funcionais* como elemento teórico e operacional para a construção de seu modelo de políticas públicas<sup>10</sup>, visou à questão central da promoção do pleno emprego por meio de um modelo de integração (vertical e horizontal) da moeda, gerida pela integração do Tesouro Nacional com o Banco Central (WRAY, 2003, pp.133, 134). Cabe ressaltar, que o modelo de *exogenia* de moeda, trabalhado na Teoria da Realocação da Poupança Interna, não tem a ver com o conceito de *exogenia* vinculado à tentativa de determinação da quantidade de moeda em circulação pelo Banco Central. A *exogenia* aqui retratada diz respeito à intervenção exógena nos bancos comerciais, realizada de forma integrada entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, quanto à criação e destruição automáticas de moeda para a execução das Finanças Públicas. Não se trata de “fixação da oferta de moeda” para em função disto vir a propiciar oscilações nas taxas de juros, pelo balizamento da demanda de moeda em relação à dita “oferta fixa de moeda”. Mas, de se demonstrar que a oferta de moeda, que possui seus próprios desígnios finais, de forma endógena, possui, de forma exógena, *ex-ante*, um elemento catalisador: a coordenação integrada entre o Tesouro Nacional e o Banco Central face à criação e à destruição automáticas de moeda. Os conceitos de movimentos apocêntricos e epicêntricos, da moeda cartalista de Knapp, são resgatados pela Teoria da Realocação da Poupança Interna como sendo o conceito de “criação e destruição automáticas de moeda”.

A principal distinção entre Keynes e Abba Lerner quanto ao papel da política monetária, na promoção das Finanças Públicas, diz respeito à codificação, feita por Abba Lerner, dos gastos públicos de forma atrelada à emissão de moeda. Keynes não chegou a articular tal conceito de forma pormenorizada de modo semelhante a Abba Lerner, embora preconizasse a formação de déficits públicos como elemento reconduzidor da atividade econômica. É sabido por todos, com comprovação histórica, que os primeiros exemplos internacionais de intervenção estatal face à promoção de déficits públicos, nos anos 30, foram em sua maioria realizados pela “emissão de moeda”, dado que não havia recursos disponíveis, e nem sequer a possibilidade de se esquematizar um amplo processo de arrecadação de impostos em tempos de depressão. A maioria dos governos, à época, promoveu a intervenção do Estado na economia, seguindo a lógica keynesiana, entretanto, essa mesma intervenção ganhou notoriedade pelo pragmatismo das políticas públicas que pode até ser comparada a uma alusão à obra de Abba Lerner.

Os pontos comuns a Keynes e a Abba Lerner, na questão da formação das Finanças Públicas, estavam na recomendação de déficits públicos, no curto prazo, para a reativação do crescimento econômico, e no posterior reequilíbrio das contas públicas, pelo crescimento das receitas tributárias, advindas do crescimento econômico. Nesta etapa final é que seria estabelecido o equilíbrio orçamentário, e o equilíbrio entre o investimento e a poupança. A Teoria da Realocação da Poupança Interna se distancia desta linha de raciocínio por definir o conceito de “equilíbrio fiscal permanente”. Este conceito se refere ao fato deste equilíbrio ser alcançado justamente pela condição de “destruição automática de moeda”. A destruição automática de moeda determina a criação de uma conta de reservas bancárias externa à base monetária, com dupla função: geração automática de “receitas públicas” para a formação de novos gastos públicos, e geração automática de “poupança pública” para a formação de novos investimentos públicos. Por liberar o Estado da dependência da “tributação” como elemento mor da formação das Finanças públicas, ao transferir tal responsabilidade ao gerenciamento das “reservas extra-

---

<sup>10</sup> As proposições de Randall Wray, em sua obra *Understanding Modern Money (1998)*, traduzida para o português, em 2003, sob o título *Trabalho e Moeda Hoje*, se dirigem à questão do Estado assumir a função de “empregador de última instância”, em razão deste, possuir o domínio sobre a criação e a destruição de sua moeda. A obra de Wray é considerada o principal resgate contemporâneo das *Finanças Funcionais* de Abba Lerner. Wray constrói um modelo de desenvolvimento e de Finanças Públicas a partir do poder do Estado de emitir sua moeda e de enxugá-la de circulação, conforme os preceitos de Abba Lerner. No entanto, a contribuição adicional de Wray se faz pela proposição do Estado prover frentes de trabalho, para eliminar o desemprego, ao mesmo tempo em que as compras do Estado passam a atuar como um vetor de estabilidade de preços, pela razão de que o volume maciço de compras governamentais acaba por criar diversas linhas de “monopsônios” para o Estado, com o Estado tendo o poder de determinação dos preços dos produtos por ele comprados, e exercendo tal poder sobre as cadeias produtivas interligadas. Wray elaborou o conceito de “empregador de última instância”, numa alusão à função tradicional do Banco Central de “emprestador de última instância” para poder caracterizar o poder do Estado, pelas *Finanças Funcionais* de Abba Lerner, de poder, de forma concomitante, eliminar o desemprego e garantir a estabilidade dos níveis de preços.

bancárias”, se encerra a dicotomia entre “disponibilidade de recursos públicos” e “capacidade de arrecadação tributária”.

O aproveitamento das propostas de Knapp e de Abba Lerner para a construção da Teoria da Realocação da Poupança Interna se faz pela identificação da “emissão de moeda” como elemento inicial de formação das Finanças Públicas, e de sobremaneira de “identificação” deste instrumento como o também elemento inicial de estabelecimento da autonomia, ou seja, da independência das Finanças Públicas em relação à tributação e à renda. A diferença fundamental da Teoria da Realocação da Poupança Interna em relação a todas as outras teorias cartalistas da moeda está no fato de que mesmo usando a “emissão de moeda” como sua “causa primeira”, e mesmo se baseando na integração direta entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, a “destruição automática de moeda” e a “reutilização” desta mesma moeda que fora destruída são os marcos de distinção metodológica e operacional, que fazem com que o equilíbrio fiscal seja considerado como “equilíbrio fiscal permanente”, e com que o equilíbrio entre “investimento público e poupança pública” seja determinado de forma automática.

#### **4. Orçamento Equilibrado e Destruição Automática de Moeda: a aplicação da lógica de Haavelmo à construção da Teoria da Realocação da Poupança Interna**

No modelo de Haavelmo (1945), o objetivo de política econômica se fazia em provar que a forma assegurada, equilibrada, de se expandir o produto por meio de gastos públicos, conforme defendido por Keynes (1936) e Abba Lerner (1943), só seria alcançada se a expansão desses gastos públicos viesse a ser financiada de forma integral por recursos advindos da tributação. O que se extrai, a partir de uma análise comparativa entre Abba Lerner e Haavelmo, é que a noção de equilíbrio macroeconômico de ambos se distingue por conta da divergência em relação ao papel desempenhado pela tributação. Para Abba Lerner, a tributação é vista como o instrumento final, de destruição de moeda, de vazamento de renda, em que a mesma cumpre o papel de enxugar o excesso de moeda, ou seja, de enxugar o excesso de poupança propriamente dita. Para Keynes, a tributação tem função semelhante a Abba Lerner, por ser vista como a geração de receitas públicas que é “fruto do crescimento econômico”, *ex-post*, ao atuar como vazamento de renda, dado que a manutenção de um excesso de poupança agregada significaria a recondução da economia aos níveis de desaceleração e de posterior recessão econômica, anteriores às injeções de renda por meio dos gastos autônomos da demanda agregada, sobretudo dos gastos públicos.

Para Haavelmo, entretanto, a tributação é a provedora inicial de recursos para os gastos do Estado, diferente de Abba Lerner, que utilizava a “emissão de moeda”. A tributação, para Haavelmo, equilibrava o sistema macroeconômico já no início, ao cumprir a função de gerar recursos para o crescimento (gastos públicos). Crescimento esse, que viria a se dar pelo mesmo valor dos recursos retirados da renda agregada (tributação) e reinjetados integralmente na atividade econômica (gastos públicos). A razão para o crescimento da renda se dar pelo mesmo valor dos recursos tributados e reinjetados, sob a forma de gastos públicos, se dava porque o investimento agregado permanecia inalterado sob essa estrutura de crescimento. A tributação, ao incidir de forma inicial sobre a atividade econômica, achatava a “poupança” dos agentes econômicos e se reduzia, por extensão, o “investimento”. Ao se injetar os gastos públicos (advindos da tributação), se expandia a renda por força do efeito multiplicador dos gastos públicos injetados. No entanto, o efeito multiplicador que se dava sobre a renda, a partir da expansão do consumo (pela atuação das propensões marginais a consumir), apenas restabelecia os níveis originais de “poupança”, e de “investimento”. O crescimento final, pela regra de “orçamento equilibrado”, era de mesmo valor do crescimento dos gastos públicos gerados pela tributação, ou seja, era um crescimento da renda sem haver crescimento do “investimento”.

Abba Lerner e Haavelmo, sem terem se dado conta, formularam modelos, que metodologicamente diferentes, tratavam de uma prerrogativa comum, considerada de fundamental importância para as distintas noções de equilíbrio macroeconômico: a compressão sobre a “poupança agregada”, embora sendo afetada em períodos diametralmente opostos, ou no início do crescimento, ou após o mesmo. A diferença está no fato de que, para Haavelmo, o equilíbrio do orçamento público e do sistema econômico se dava no início, com a tributação comprimindo a renda e a “poupança”; enquanto que para Abba Lerner a tributação, no final, equilibrava o orçamento público e a economia, ao comprimir a poupança, por assim retirar o “excesso de poupança”, que fora resultado do crescimento econômico, promovido pelos gastos



públicos originados da emissão de moeda. A retirada de moeda de circulação, pela tributação, para Abba Lerner, retirava a “poupança excessiva”, por que essa quantidade de “renda privada excessiva” meramente viria a se converter em consumo, sob condições inflacionárias, pois como a economia já se encontrava em pleno emprego, o “excesso de moeda viria a se transformar em escassez de bens”. Outra forma de se retirar o “excesso de poupança privada”, recomendada por Abba Lerner, seria a venda de títulos públicos, pois, dessa forma, se evitaria que a taxa de juros viesse a cair a níveis extremamente baixos (LERNER, 1951). O “excesso de poupança”, alegado por Abba Lerner, seria dado em relação ao nível de investimento registrado após o crescimento, e não em relação ao “nível original de investimento”. O objetivo da política econômica era a promoção do crescimento para fins de “pleno emprego”, pelo crescimento da renda e do investimento agregado e não a promoção do crescimento para fins de “orçamento equilibrado”; com a manutenção dos níveis originais de investimento agregado, conforme Haavelmo. A noção de “orçamento equilibrado” formulada à época por Haavelmo combatia frontalmente a formação de “déficits públicos”, defendida tanto por Keynes, quanto por Abba Lerner.

A Teoria da Realocação da Poupança Interna se enquadra na regra do orçamento equilibrado pelo fato de ser regida pelo princípio de que para cada injeção de renda criada haverá um respectivo vazamento de renda, de forma automática, de mesmo valor. Por conseguinte, a expansão do investimento agregado e a redistribuição da renda são os objetivos maiores desta construção teórica, conciliando “equilíbrio fiscal permanente” com crescimento econômico, sob bases redistributivas de renda. A redistribuição da renda se inicia com a reformulação das propensões marginais por conta das sequências de desonerações tributárias (integral sobre o valor agregado e parcial sobre a renda), com a determinação de um novo patamar de preços relativos favorável ao investimento, à produção e ao consumo, sobretudo ao consumo dos trabalhadores das menores faixas de rendimentos. A política monetária, pela elevação do compulsório tradicional, realiza o enxugamento da liquidez liberada pelas desonerações tributárias para impedir a formação de bolhas de consumo por conta da “redução dos preços”, oriundas da desoneração tributária integral sobre o valor agregado, e para impedir que a parcela da renda dos trabalhadores, que fora desonerada da incidência da tributação, também possa vir a ser convertida em forma de “bolha de consumo”.

A atuação do recolhimento tradicional de compulsórios sobre os depósitos à vista assume a função de “promover um aperto monetário inicial” para a manutenção do novo patamar de preços relativos, que vem a representar uma nova configuração de poupança interna, derivada da formação de novos preços favoráveis ao investimento<sup>11</sup> e ao consumo. O crescimento do consumo dos trabalhadores de menor renda tem início nesta reformulação dos preços relativos, mas se solidifica após o crescimento da renda, conduzido majoritariamente pelo crescimento da taxa de investimento agregado, a qual vinculará maiores níveis de emprego e de renda a uma também maior participação dos salários na distribuição funcional da renda. O favorecimento dos salários no processo de crescimento econômico tem a ver com a maior absorção dos ganhos de produtividade nos respectivos reajustes. Isto também se vincula ao redirecionamento dos investimentos públicos para as áreas sociais, como educação e saúde, que proporcionam o crescimento da produtividade do trabalho. Mas, o fator principal para o crescimento dos salários advém do crescimento da demanda por trabalho, catalisada pela execução de investimentos públicos nas áreas de infraestrutura e de ciência e tecnologia.

O crescimento da demanda por trabalho vem a ser impelido por um novo cenário de desonerações tributárias, inclusive sobre a “folha de pagamentos”, o que possibilita que o aumento nominal dos salários não seja acompanhado de aumento de custos trabalhistas. De forma gradativa, porém consistente, o maior volume de contratação de novos trabalhadores, com o proporcional crescimento dos salários, será guiado pelo crescimento geral da economia, em que a geração e a difusão de ganhos de produtividade serão uma norma básica de funcionamento da estrutura de crescimento econômico, construída pela moeda autônoma

---

<sup>11</sup> “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).

do Estado. O ciclo aqui iniciado parte da lógica de que a geração de “investimentos públicos” induz ao crescimento da renda que propiciará o crescimento do investimento privado e da poupança privada. O redirecionamento dos investimentos públicos possibilita não apenas o crescimento da renda, mas também o crescimento da renda per capita, por força da difusão dos ganhos de produtividade, obtidos por rendimentos crescentes de escala, a exemplo da estrutura de crescimento descrita por Kaldor. Os maiores níveis de renda per capita, a estabilidade macroeconômica, assim como também a maior demanda por trabalho são as consequências naturais do compasso: Investimentos Públicos – Crescimento Econômico – Ganhos de Produtividade.

A integração metodológica entre Haavelmo e Kaldor é de suma relevância para a construção dos pilares teóricos da Teoria da Realocação da Poupança Interna. O conceito-chave de orçamento equilibrado, de Haavelmo, ao lado dos conceitos-chave de rendimentos crescentes de escala, de ganhos de produtividade e de moeda endógena, de Kaldor, atua no sentido de estruturar uma definição teórica de Finanças Públicas, que ao mesmo tempo deixa clara a regra de “equilíbrio orçamentário”, mas que conjuga esta ao papel de indução do crescimento econômico a partir da alavancagem de depósitos à vista comandada pelo Tesouro Nacional. É esta alavancagem regida dentro de um escopo de “orçamento equilibrado”, que de forma *exógena*, impulsiona a criação *endógena* de moeda-crédito pelos bancos comerciais, ao catalisar a atividade econômica, pela via da geração e difusão de “ganhos de produtividade”, impelindo os crescimentos consecutivos da renda, do produto per capita e por extensão, do produto potencial.

Para uma complementação metodológica, a fim de se fundamentar a construção da Teoria da Realocação da Poupança Interna, se utiliza como referência o modelo de “orçamento equilibrado” de Haavelmo em conjunto ao modelo de desenvolvimento de Kaldor-Thirlwall. Esta perspectiva se enquadra para o propósito de demonstrar que a lógica de estruturação das Finanças Públicas e de crescimento econômico utiliza o parâmetro do “orçamento equilibrado”, sem utilizar a tributação como origem das Finanças Públicas. Neste ponto é que se inicia o processo que garante a redistribuição da renda, ou seja, a série ampla de desonerações tributárias promove uma reestruturação das propensões marginais a consumir/investir, nos moldes das proposições de Kaldor a Haavelmo (HAAVELMO, 1945). As definições de equilíbrio, pela abordagem cartalista da moeda de Knapp, indiretamente, também influenciaram o escopo central do Teorema do Orçamento Equilibrado, de Haavelmo (1945). Haavelmo pressupunha a existência de um multiplicador de gastos de valor 1, ao contrário da formulação original dos multiplicadores de gastos autônomos, feita por Keynes.

A ênfase de Haavelmo quanto à estruturação de um crescimento de renda, de mesma magnitude do crescimento do gasto público, fora elaborada em função do financiamento da execução do gasto público por meio da tributação de mesmo valor desse gasto público executado. Isto demonstra que, para o Teorema do Orçamento Equilibrado de Haavelmo, deveria haver uma tributação prévia (um vazamento de renda, ou destruição de moeda antecipada) para se reinjetar esse mesmo valor na economia (execução do gasto público), e a partir daí se obter um crescimento da renda de mesmo valor da injeção de renda (gasto público) e do respectivo vazamento de renda que a dera origem (tributação). Sem ter feito qualquer menção à lógica cartalista de Knapp, Haavelmo acabou seguindo de forma bem indireta à lógica da abordagem cartalista da moeda. A analogia do raciocínio de Haavelmo não estava no sentido de elucidar a necessidade da existência de movimentos apocêntricos e epicêntricos da moeda em relação ao Estado, para a definição do valor da moeda, mas quanto a própria necessidade de se reconhecer uma “vinculação” entre “tributação” e “gastos públicos” de mesmo valor, para que fosse alcançado um crescimento da renda de também mesmo valor destes. A tributação como primeiro movimento, seguida da reinjeção dos gastos públicos, como movimento seguinte, representa, na verdade, a inversão e ao mesmo tempo a confirmação da necessidade da regulação do valor da moeda através de movimentos apocêntricos e epicêntricos, só que neste caso se fazem pela ordem de epicêntricos (tributação) e apocêntricos (gastos públicos), ao contrário da ordem da abordagem cartalista, ou seja, apocêntricos e epicêntricos.

Para a Teoria da Realocação da Poupança Interna, o efeito da expansão dos gastos públicos, como dos investimentos públicos, é dado sem haver as restrições impostas pela tributação. Por extensão, o efeito final sobre a renda ultrapassa o crescimento que seria dado pelo multiplicador de gastos de valor 1, de Haavelmo. As razões para isto são identificadas pelos seguintes fatos: as desonerações tributárias sobre

a renda e sobre o consumo, sobre o investimento e sobre a produção alteram significativamente as propensões marginais a consumir/investir; o mecanismo de destruição automática de moeda, que corresponde à função de movimento epicêntrico da moeda em relação ao Estado, consiste num mecanismo de compressão inicial sobre a liquidez e não de compressão inicial sobre a renda. Por último, a geração de investimentos públicos, em um ambiente de amplas desonerações tributárias, induz à geração e à difusão de ganhos de produtividade, de forma considerável para toda a cadeia produtiva.

Haavelmo, em seu artigo de 1945, *Multiplier Effects of a Balanced Budget*, formalizou um modelo de determinação de renda, em que se buscava demonstrar como se dava o efeito final sobre a renda, após a reinjeção, sob a forma de gastos públicos, da tributação incidida anteriormente sobre a renda da sociedade. As conclusões de Haavelmo se deram no sentido de elucidar, que apesar da renda no período seguinte ter crescido na mesma magnitude da tributação reinjetada, não houvera, entretanto, uma redistribuição da renda. A constatação se dava em razão de terem sido inalterados os níveis de poupança e de investimento privado, e também as propensões marginais a consumir da coletividade, a despeito não apenas do crescimento da renda, mas, sobretudo, do aumento da tributação. Para Haavelmo, a tributação não redistribui renda, apenas produz o crescimento da renda para uma economia abaixo do pleno emprego, por efeito semelhante a uma reorganização da economia a partir dos recursos ociosos e da força de trabalho ociosa. Neste caso, a tributação teria seu limite de existência numa economia acima do pleno emprego, pois os indivíduos não teriam como trabalhar acima da sua capacidade para pagar os tributos cobrados pelo Estado.

O “Teorema do Orçamento Equilibrado”, assim conhecida a principal formulação de Haavelmo sobre as Finanças Públicas, corresponde, na verdade, à formulação de três teoremas subsequentes: 1º Teorema de Haavelmo: “*Se a função consumo é linear, e o investimento total privado é constante, um tributo  $T$ , que vem a ser integralmente gasto irá produzir um crescimento na renda total na mesma magnitude que seu valor  $T$ , e deixando inalterados o investimento total privado, o consumo total privado, e a respectiva propensão marginal a consumir*”. 2º Teorema de Haavelmo: “*Para uma função não-linear, se a distribuição de renda tem a propriedade de sempre se apresentar sob uma certa distribuição de frequência relativa, na média do valor 1, então o efeito de uma tributação totalmente reinjetada na economia será o mesmo se a propensão marginal a consumir pertencesse a uma função linear, em que a renda líquida do setor privado e o consumo privado são mantidos constantes, enquanto que o produto interno bruto cresce no mesmo valor do total do montante gerado pela tributação, provando, inclusive, que este resultado é independente do formato de função de consumo em questão, seja linear, ou não-linear*”. Por último, o 3º Teorema de Haavelmo afirma: “*Se a estrutura da economia é capaz de manter uma ‘constante’ relativa distribuição da renda líquida, sempre que uma taxa de tributos é imposta, então se conclui que a distribuição da renda líquida média será a mesma de antes da incidência da taxa de tributos, enquanto que o produto interno bruto crescerá no mesmo montante do total de tributos arrecadados e reinjetados*” (HAAVELMO, 1945, p. 315).

Haavelmo, entretanto, sugeriu uma flexibilização na questão da distribuição relativa da incidência dos impostos, tendo levantado, inclusive, a hipótese de que o Estado pudesse reinjetar os recursos da tributação em gastos em bens e serviços que fizessem reduzir a demanda pelas poupanças privadas e ao mesmo tempo, houvesse a hipótese de que os gastos públicos também pudessem vir a ser redirecionados para a complementação de uma certa parte do consumo regular dos indivíduos (HAAVELMO, 1945, p. 316). Ocorreria, por conta disto, uma reestruturação na propensão a gastar por força da imposição da tributação e da mesma tributação vir a ser reinjetada integralmente sob a forma de gastos em bens e serviços, de modo que a renda total seria afetada: ou pelo crescimento da propensão marginal a consumir, dada a redução da poupança individual, neste caso com crescimento da renda; ou pela queda da propensão marginal a consumir, dado o crescimento da poupança individual, neste caso havendo decréscimo da renda. Este seria o chamado “Desafio de Haavelmo”: discutir como a distribuição de renda<sup>12</sup> poderia ser

---

<sup>12</sup> “It would of course be interesting to study the effects of more general forms of tax rates and more general forms of respending the tax money. Such an analysis, however, would take us into a general discussion of the effects of a redistribution of incomes, and that was not our objective. We only wanted to demonstrate that a ‘balanced budget’ has a direct multiplier effect, with a multiplier equal to 1, in *addition* to whatever (positive or negative) effects there might be from a redistribution of income” (HAAVELMO, 1945, p.318).

alterada pelo redirecionamento de impostos e gastos públicos, promovendo assim, a reconfiguração das propensões a gastar/investir dos agentes, dentro de uma estrutura de “orçamento equilibrado”.

A aplicação do modelo de Haavelmo na construção do paradigma da Teoria da Realocação da Poupança Interna se encaixa justamente neste ponto, pois a reestruturação das propensões marginais a consumir de toda a sociedade é afetada pelo fato de que se toda a tributação sobre o valor agregado e sobre a folha de pagamentos (e também com forte redução dos impostos sobre a renda) vier a ser extinta, haverá, por extensão, uma significativa reformulação nas propensões a gastar/investir tanto do lado dos consumidores quanto dos produtores. No entanto, é necessário ressaltar que a liberação dos fluxos monetários originários da tributação será compensada por um aperto da política monetária por meio dos compulsórios tradicionais, a fim de redirecionar todo o excedente monetário liberado para as reservas bancárias. Mesmo com a realização de uma contração monetária, de mesmo valor da liberação dos fluxos da tributação, a expansão dos níveis de investimento e de consumo será dada também por força da melhora dos preços relativos advindos desta desoneração tributária, isto é, as desonerações tributárias contribuem para o crescimento e para a redistribuição da renda, pela reformulação das respectivas propensões marginais. A orientação da política econômica, ao promover o enxugamento dessa liquidez, visa a impelir a expansão percentual do investimento acima da expansão percentual do consumo, ou seja, a reformulação dos preços relativos se direciona no fortalecimento do crescimento do produto guiado pelo crescimento do investimento.

A utilização de um instrumento de política monetária<sup>13</sup>, no lugar da tributação, substitui a função de “vazamento de renda”, que seria dada à tributação. No lugar da tributação se utiliza um ajuste nos níveis de liquidez, o qual não representará qualquer forma de compressão da renda para a formação de recursos públicos, no que seria a destruição convencional de moeda pela tributação. O vazamento de renda em questão, para a geração de recursos públicos, deixa de ser feito pela tributação, e em seu lugar emergem os “vazamentos instantâneos, automáticos de renda”, compreendidos pela geração de “poupança pública e receitas públicas” através da destruição automática de fluxos monetários equivalentes, em valor, aos depósitos à vista geradores dos investimentos públicos e dos gastos públicos. A execução dos gastos e dos investimentos públicos, sob a égide do orçamento equilibrado, será direcionada tanto para a ampliação dos gastos sociais quanto também dos investimentos em infraestrutura, reestruturando as cadeias produtivas, sendo um motor *exógeno*, a partir do Estado, para a expansão, inclusive, do investimento privado<sup>14</sup>.

Pelo modelo de crescimento de Haavelmo, a regra  $\Delta T = \Delta G = \Delta Y$  parte do princípio de que a tributação é o vazamento de renda, e que por esta razão a destruição de moeda se dá pela contração direta da renda. Como há a reinjeção destes recursos tributados, se convertendo em gastos públicos, o efeito inicial de compressão da renda, pela compressão do consumo e da poupança, é compensado pela reabsorção de um novo nível de renda através dos gastos públicos de igual valor aos tributos cobrados antes. Por tal lógica, a taxa de “investimento agregado” se mantém constante<sup>15</sup> por que a poupança,

---

<sup>13</sup> O recolhimento de depósitos compulsórios da ordem de 100%, sobre os depósitos à vista, representa uma antecipação de exigências sobre os bancos comerciais no que tange à captação de depósitos à vista criados pelo Banco Central. Quer dizer, para todo depósito à vista realizado pelo Banco Central, há uma exigibilidade de recolhimento de um montante de recursos monetários, de mesmo valor do depósito realizado, proveniente do banco comercial que receberá o depósito à vista do Banco Central.

<sup>14</sup> “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).

<sup>15</sup> “If investment is assumed to remain constant it seems unnecessary to prove that savings remains constant. What is needed is a rigorous proof that under these circumstances total income will actually rise as a result of the taxation and spending. For this purpose the argument that the government spends income that otherwise would have been partly saved is dangerous as it might lead to the false belief that the higher the propensity to save for the public the larger the effect of the fiscal policy discussed. Extra public expenditure covered, simultaneously, by taxes can obviously be added to the existing gross in such a way that it will leave the people with exactly the same amount of net income, and hence will leave the private demand at exactly the same level as before the tax was imposed (provided the tax policy does not lead to a change in the distribution of net incomes, and, thereby, to a change in the marginal propensity to consume of the society as a whole)” (HAAVELMO, 1945,p.313).

originalmente achatada pela tributação, é restabelecida aos seus níveis originais justamente pelo efeito multiplicador de gastos, de valor 1. Por Haavelmo, os gastos públicos injetados promovem o crescimento da renda na sua mesma magnitude não somente pela devolução do valor idêntico do vazamento de renda (tributação) à coletividade, mas também através do efeito dessa devolução da renda vazada (gastos públicos) sobre o consumo atrelado à renda, promovem a expansão desta, como resultado do efeito multiplicador dos gastos autônomos sobre a renda. A expansão da renda, com multiplicador de gastos de valor 1, se dá em função de haver apenas a reposição de um vazamento por meio de uma injeção de mesmo valor. Este maior nível de renda é representado pela expansão dos gastos públicos, mas não pela expansão do investimento agregado. Considerando-se a regra de orçamento equilibrado de Haavelmo,  $\Delta T = \Delta G = \Delta Y$ , dada a absorção interna  $DA = C + I + G$ , temos as seguintes variáveis:

$\Delta T$  = variação tributária

$\Delta G$  = variação dos gastos públicos

$\Delta Y$  = variação do produto

DA = demanda agregada

C = consumo

I = investimento agregado (público e privado)

G = gastos públicos

c = propensão marginal a consumir

A variação na demanda agregada é representada por  $\Delta DA = c \Delta Y_d + \Delta G$ , pela variação da renda em função da reinjeção do valor tributado de forma integral. Da qual se extrai:  $\Delta Y = c (\Delta Y - \Delta T) + \Delta G$ ;  $\Delta Y = c \Delta Y - c \Delta T + \Delta G$ ; e  $\Delta Y = 1 / (1 - c) \cdot (-c \Delta T + \Delta G)$ . Como  $\Delta T = \Delta G$ ,  $\Delta Y = 1 / (1 - c) \cdot (-c \Delta T + \Delta G)$ ;  $\Delta Y = 1 / (1 - c) \cdot (1 - c) \cdot \Delta G$ . Daí,  $\Delta T = \Delta G = \Delta Y$ . Isto corrobora a hipótese de “T” constante, pois a variação na renda se deu apenas pela variação na absorção interna por conta de  $\Delta G$ . Observa-se que a propensão marginal a consumir permanece constante “c”, e que  $c \Delta Y_d = c \Delta Y - c \Delta T$ , sendo que com  $\Delta T = \Delta G$ , “c  $\Delta Y_d$ ” se anula, havendo o crescimento apenas através de  $\Delta G$ , isto é  $\Delta Y = \Delta G$ , que ratifica a regra  $\Delta T = \Delta G = \Delta Y$ . O efeito multiplicador de gastos é de valor “1” por que a tributação achata inicialmente a poupança e o investimento, por comprimir a renda disponível de forma direta. Por esta razão não consegue realizar um crescimento da renda em valor superior ao gasto autônomo injetado, como nos multiplicadores descritos por Keynes. O crescimento da renda pela reinjeção dos recursos tributados somente recompõe os níveis iniciais de poupança e de investimento agregado.

Desta maneira, a lógica de orçamento equilibrado de Haavelmo, pela via da tributação, não consegue canalizar um crescimento sustentável da taxa de investimento agregado que seja conjugado a níveis de poupança interna provenientes de bases redistributivas de renda (reformulação dos preços relativos). A lógica da Teoria da Realocação da Poupança Interna se dá no caminho oposto: na construção de instrumentos de política monetária que sejam responsáveis pela destruição de moeda (vazamento de renda), mas que atuem de forma indireta sobre a renda e de forma direta sobre a liquidez: contraindo a liquidez, sem contrair as taxas de poupança e de investimento da economia, dada a não utilização da tributação como instrumento deste “orçamento equilibrado”. Em razão disto, se expande o produto pela expansão do investimento agregado, e também, pela reconfiguração de preços relativos, se obtém um novo nível de poupança interna, decorrente de novos preços favoráveis ao investimento e ao consumo. A interação entre Haavelmo e Kaldor é vista no aspecto da promoção do crescimento por meio do orçamento equilibrado conjugado à redistribuição da renda advinda das reestruturações das propensões marginais a consumir<sup>16</sup>, alterando assim, o processo de determinação da renda e da poupança agregada.

<sup>16</sup> O próprio Keynes afirmara que ao Estado, pelas políticas fiscais e monetárias, ou por meio de outras medidas, caberia a responsabilidade de reorientar as propensões marginais a consumir, de modo a atingir o pleno emprego e a redistribuição da renda e da riqueza, vide esta passagem: “[o] Estado deverá exercer uma influência orientadora sobre a propensão a consumir, seja através de seu sistema de tributação, seja, em parte, talvez, recorrendo a outras medidas [...] Eu entendo, portanto, que uma socialização algo ampla dos investimentos será o único meio de assegurar uma situação próxima de pleno emprego, embora isso não implique na necessidade de excluir ajustes e fórmulas de todas as espécies (Keynes, 1964:378)” (TERRA; FERRARI, 2010, p. 10).

“[...]In a situation with unemployment and idle resources there is a definite employment-creating effect of public outlays even when they are fully covered by tax revenues. And this true quite apart from whatever other effects in the taxes and the expenditures might have on the distribution of income or on the behavior of consumers and investors. Although this idea is not a new one, there still seems to be much need for a rigorous theoretical analysis of the whole subject. Mr. Kaldor, for example, in discussing the possibility of full employment under a balanced budget, explains the matter as follows: *Full employment could be secured, however, by means of increased public outlay, even if the State expenditure is fully covered by taxation – for the reason that an increase in taxation is not likely to reduce private outlay by the full amount of the taxes paid. It may be assumed that all taxes have some influence on the savings of the individuals on whom they fall; taxes which fall on the poor have a relatively large effect on consumption and a relatively small effect on savings; with taxes paid by the rich it is probably the other way round. Hence an increase in public expenditure will cause a net addition to the total outlay of the community even if it is covered by taxation*” (HAAVELMO, 1945, pp.311, 312).

Esta reestruturação da renda pode ser entendida como a reestruturação do “princípio da demanda efetiva” para um mesmo nível de oferta de moeda, pois a criação e a destruição automáticas de moeda implicam na manutenção, no primeiro momento, do nível de oferta de moeda, havendo, entretanto, uma reestruturação do nível de renda para este mesmo nível de oferta de moeda, em que as propensões a gastar/investir foram alteradas em prol da redistribuição de renda e da geração de ganhos de produtividade. A formulação do multiplicador de gastos, para a Teoria da Realocação da Poupança Interna, mesmo seguindo a regra de “orçamento equilibrado” de Haavelmo, vem a ultrapassar o “valor de 1”. Isto que ao contrário desse multiplicador original de valor 1, a compressão para se alcançar o equilíbrio orçamentário não é dada pelo achatamento da renda e da poupança, por meio da tributação, como em Haavelmo, mas, pelo achatamento, assim dizendo, pela compressão sobre a liquidez, ao se promover a “destruição automática da moeda”, a qual será responsável pela criação dos recursos autônomos, depositados nas reservas extra-bancárias: *receitas públicas e poupança pública*.

A interpelação de Kaldor a Haavelmo se deu justamente no sentido do aconselhamento frente à reformulação das propensões marginais para a promoção do orçamento equilibrado atrelado à distribuição da renda. A reformulação deste conceito, pela Teoria da Realocação da Poupança Interna, implica na existência de “orçamento equilibrado” em razão do mecanismo de “destruição automática de moeda”, com compressão inicial sobre a “liquidez do sistema financeiro” e não em razão da imposição de uma tributação prévia, com achatamento inicial sobre a renda e sobre a poupança. Por tal razão o multiplicador de gastos poderá ultrapassar o valor de 1, por força justamente da geração de ganhos de produtividade, obtidos por rendimentos crescentes de escala, seguindo conceitos trabalhados pelo próprio Kaldor. As Finanças Funcionais de Abba Lerner compreendem um prolongamento à linha de pesquisa cartalista da moeda de Knapp, uma vez que a criação da moeda, pela sua emissão, e a posterior destruição, pela tributação, contemplam os chamados movimentos apocêntricos e epicêntricos da moeda estatal de Knapp. Por outro lado, a proposta de criação e de destruição automática da moeda da Teoria da Realocação da Poupança Interna se assemelha à regra de orçamento equilibrado de Haavelmo, por estabelecer a necessidade permanente de um “orçamento público equilibrado”, em que mesmo que se utilize o recurso da emissão de moeda para o provimento de recursos para as Finanças Públicas, esta moeda deve ser obrigatoriamente destruída de forma automática à sua criação, mantendo inalterada a oferta de moeda em relação à sua emissão e mantendo equilibrados, também de forma automática, os fluxos de receitas e de despesas do Estado. A associação entre Abba Lerner e Haavelmo para a construção da Teoria da Realocação da Poupança Interna se dá de forma, metodológica, muito mais intuitiva do que de uma forma de modelagem matemática perante a construção de modelos econômicos. Ambos, mesmo tendo utilizados vieses metodológicos distintos, haviam chegado a conclusões semelhantes, mesmo sendo, em tese, diametralmente opostos quanto aos seus objetivos de política econômica. É neste ponto que se extrai uma convergência implícita, ao emergir a Teoria da Realocação da Poupança Interna como um elo de conciliação metodológica, ao vislumbrar um sistema de Finanças Públicas que se utiliza da emissão de

moeda como sua causa primeira, mas que promove o orçamento equilibrado, por estabelecer a destruição automática desta moeda, para poder, justamente, vir a reutilizar esta mesma moeda ora destruída.

Desta maneira, ao se criar, destruir e em seguida reinjetar esses recursos, por diversas vezes (alavancagem de depósitos à vista comandada pelo Tesouro Nacional) não se promove um achatamento da renda disponível, entretanto, se interfere nas condições de liquidez dos bancos comerciais perante o Banco Central. No entanto, o ajuste de liquidez dos portfólios bancários não produz nenhuma redução dos “saldos em conta de seus correntistas”, e muito menos quaisquer imposições de limites diários para saques dessas contas. Na Teoria da Realocação da Poupança Interna, a compressão que é feita sobre a liquidez dos bancos comerciais, através do recolhimento automático de depósitos compulsórios de mesmo valor dos depósitos à vista gerados pelo Banco Central, não produz nenhuma forma de deslocamento de renda semelhante à lógica de Haavelmo, e nem em relação à lógica de *crowding-out* do modelo IS-LM. No modelo IS-LM os deslocamentos das curvas IS e LM representam deslocamentos da política fiscal e da política monetária, dentro de uma estrutura de moeda exógena, razão a qual as variações nas taxas de juros são o reflexo direto dos deslocamentos destas curvas e das respectivas variações na renda. Na estrutura construída pela Teoria da Realocação da Poupança Interna não ocorrem *crowding-outs* de renda (efeitos-deslocamento) pelo fato de que as variações de elementos da demanda agregada (a exemplo da determinação de investimentos públicos) não implicam em reduções nominais de outros elementos da demanda agregada. Como exemplo se tem a não redução nominal de gastos autônomos, como o consumo privado, o investimento privado, e as exportações, em função da expansão dos investimentos públicos e dos gastos públicos.

A diferença, entre o orçamento equilibrado obtido pela destruição automática de moeda e o orçamento equilibrado de Haavelmo, está na determinação da expansão da renda através do crescimento do “investimento agregado”, e na determinação do multiplicador de gastos de valor superior a 1, por força da atuação dos ganhos de produtividade. Na Teoria da Realocação da Poupança Interna a regra de “orçamento equilibrado” de Haavelmo é transformada na regra de “equilíbrio fiscal permanente”. Isto ocorre em função do fato de que a criação de todos os recursos autônomos está atrelada diretamente à “destruição automática de moeda”, de mesmo valor desses recursos criados. O “orçamento equilibrado pela destruição automática de moeda”, que consiste em ser entendido como “equilíbrio fiscal permanente”, se baseia no princípio da determinação de *injeções e vazamentos simultâneos de renda*, isto é, na definição de que a determinação de todo *investimento público* determina uma *poupança pública*, da mesma forma de que a determinação de todo *gasto público* também determina uma *receita pública*, de forma automática, instantânea.

Obedece-se, por extensão, à regra já preestabelecida de que a *poupança pública* corresponde a todo recurso imobilizado, pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central, para a formação de *investimento público*; valendo a mesma definição para a vinculação do conceito de *receitas públicas* em relação à determinação dos *gastos públicos*. Poupança pública e receitas públicas serão provenientes da emissão de moeda no primeiro momento de vigência destas novas regras, e em seguida, serão representadas por todos os fluxos monetários de valores idênticos aos depósitos à vista realizados pelo Banco Central. Estes fluxos monetários serão destruídos na mesma data de efetivação dos depósitos à vista do Banco Central nos bancos comerciais, sendo provenientes dos bancos comerciais receptores destes depósitos do Banco Central e depositados de forma integral na conta de reservas extra-bancárias. Todos os recursos, sejam de poupança, sejam de receitas públicas, somente serão efetivados, e postos em circulação, conforme as destinações pré-definidas de investimentos e/ou gastos públicos. Isto vale para as diversas esferas de investimentos públicos, e também para os gastos públicos, desde os gastos correntes com o pagamento da folha do funcionalismo, como também para as despesas com juros reais e amortizações da dívida pública.

A existência de superávit orçamentário (sobra de caixa advindo da arrecadação tributária remanescente) para as contas consolidadas do setor público, somente ocorrerá em função da geração de receitas públicas provenientes dos impostos sobre as maiores faixas de renda, sobre o patrimônio, e sobre aduana e comércio exterior, além dos impostos destinados a políticas públicas específicas. Toda esta arrecadação tributária vem a se somar ao orçamento público, sendo que a sua destinação para as dotações orçamentárias não é feita de forma pré-determinada, do mesmo modo que os recursos autônomos. Estes fluxos de recursos públicos serão majoritariamente recursos de unidades subnacionais, como prefeituras e

estados, a exemplo dos impostos sobre imóveis e veículos, e em segundo plano sob a forma de impostos federais sobre a renda, a aduana e o comércio exterior. A arrecadação deste montante de impostos, para o governo federal, acaba sendo uma espécie de *poupança endógena*, por ser residual e não prioritária para a formação das execuções orçamentárias. Consiste numa formação de recursos *ex-post* à determinação da renda e do emprego, e que vem a se juntar ao orçamento estabelecido pela moeda autônoma do Estado. Um dos objetivos de política econômica da Teoria da Realocação da Poupança Interna é cumprido com a elaboração do orçamento público determinado pela moeda autônoma do Estado, isto é, com a destruição automática de moeda determinando o “orçamento equilibrado”: retirar o Estado da dependência quanto à necessidade de arrecadação de moeda do setor privado para a execução das Finanças Públicas.

A opção pela condução da demanda agregada pela via do crescimento dos investimentos públicos e dos gastos públicos, sem que ambos estejam vinculados a qualquer forma de expansão de meios de pagamentos, ou de dívida pública, vem a contemplar o processo de expansão e de fortalecimento da *poupança interna* como expressão do lado real da economia, assegurador da destinação de fundos para a criação de investimentos públicos como também de investimentos privados. Ao contrário de uma estrutura tradicional de multiplicador de gastos autônomos, em que o consumo atrelado à renda é a ponte para o crescimento desta, após a injeção inicial de gastos, a lógica de crescimento pela criação e destruição automática de moeda implica numa contração inicial sobre a liquidez, por justamente vir a destruir um valor de moeda idêntico ao que fora injetado sob a forma de gastos autônomos, por aqui denominados de *recursos autônomos*.

A contração inicial sobre a liquidez, sobre o consumo, impede que o mesmo cresça de modo imediato como resposta à injeção de gastos e de investimentos públicos. Este processo permite construir uma estrutura de crescimento planejada de acordo com as metas de planejamento limitadas pelo produto potencial e pelo balanço de pagamentos. O crescimento do consumo, atrelado à concessão de crédito pelos bancos comerciais, advirá num segundo momento como resposta da dinamização das cadeias produtivas, em que a própria *poupança privada* advirá como também resposta à maior geração de depósitos à vista, e demais agregados monetários, oriundos da maturação dos investimentos públicos e privados. Com isto, o ritmo de concessão de crédito ao setor privado, pelos bancos comerciais, assume um caráter de decorrência natural, *endógena*, a reboque da velocidade de crescimento econômico a ser determinada pela criação de recursos autônomos do Estado, conforme os limites impostos pelo lado da economia real, que correspondem ao produto potencial e à restrição externa, verificada de acordo com a estrutura vigente do balanço de pagamentos.

## **5. PIB Per Capita, Produto Potencial e Restrição Externa: a determinação da renda sob a perspectiva das transformações endógenas de Kaldor**

A geração de ganhos de produtividade para o crescimento do PIB per capita, e para a manutenção da estabilidade macroeconômica, é o principal resultado a ser obtido por qualquer regime de crescimento econômico, que, sobretudo, priorize a redistribuição de renda com fim principal. Os ganhos de produtividade, por isto, atuam na direção da expansão do produto potencial e na redução da necessidade de poupança externa. É por esta razão que a integração metodológica, por Kaldor, atua no sentido de estabelecer as descrições dos resultados obtidos pelo crescimento econômico, ou seja, a descrição das transformações endógenas como resultado das transformações exógenas, originadas dos ciclos de criação e destruição automáticas de moeda.

A integração metodológica, por Kaldor, para a Teoria da Realocação da Poupança Interna, abrange diversas fases da obra de Kaldor, percorrendo da década de 40 até a década de 80 do século XX. Da década de 40, o aproveitamento da obra de Kaldor se faz em relação à interpelação feita a Haavelmo, quanto à necessidade da reformulação das propensões marginais a consumir para a promoção do “orçamento equilibrado” conjugado à redistribuição da renda. Das décadas de 50 e 60, a importância dos conceitos de Kaldor, para fins de integração metodológica, abrange os primeiros passos quanto à definição de modelos de crescimento endógeno (1957), acoplada ao conceito de “fatos estilizados” (1961). Os fatos estilizados correspondem à peculiaridade da capacidade explicativa de uma teoria em relação aos desafios propostos pela própria teoria. Quer dizer, a relação causal entre elementos específicos de uma teoria, para o alcance dos objetivos finais desta teoria, só é explicada pelo



encadeamento dos elementos internos desta própria teoria, e não por definições advindas de convenções gerais para a “modelagem forçada” da previsão dos resultados a serem alcançados por esta teoria. Esta é a definição feita por Kaldor a respeito dos “fatos estilizados”.

No caso, os “fatos estilizados” da Teoria da Realocação da Poupança Interna se fazem pela relação causal única e própria quanto à definição dos instrumentos operacionais, que esquematizam o funcionamento de um mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda, responsável pela formação de um sistema de Finanças Públicas, através de uma moeda autônoma do Estado, independente à tributação e à renda. A peculiaridade da relação causal da Teoria da Realocação da Poupança Interna, conforme o aproveitamento metodológico, da obra de Kaldor, reúne os “fatos estilizados” com a questão das leis de Kaldor, dentro de uma estrutura de geração de ganhos de produtividade advindos de rendimentos crescentes de escala. A estrutura de criação e destruição automáticas de moeda, ao expandir a demanda e o produto, de forma autônoma, sobretudo, pela expansão dos investimentos públicos, acaba por percorrer o caminho descrito por Kaldor em suas leis, que vem a ser uma das maiores constatações da peculiaridade da relação causal construída, isto é, o fato de que o “produto vem a crescer primeiro que a produtividade”, e não o contrário. Os ganhos de produtividade, como instrumento de crescimento do PIB per capita, além das tão faladas “leis de Kaldor”, representam a principal base de entrelaçamento teórico, advindos da obra da década de 60<sup>17</sup>, para a construção da Teoria da Realocação da Poupança Interna. Isto se enfatiza para a observação das “transformações endógenas a partir de transformações exógenas”, acerca das análises das mudanças na área produtiva. A produtividade corresponde ao resultado principal, à transformação endógena, que legitima, e que dá lastro real às intervenções exógenas referentes à criação e à destruição automáticas de moeda.

Na década de 80, Kaldor completa sua análise inicial sobre os ganhos de produtividade com as conclusões acerca da definição de “rendimentos crescentes de escala”, a respeito do papel da incorporação de novas tecnologias sobre as estruturas de crescimento. Seu trabalho ganhou força pela complementação feita por Thirlwall sobre a relevância da demanda externa para o crescimento econômico. Por fim, Kaldor, ainda no começo dos anos 80, completara sua trajetória de análises econômicas com definições sobre o papel dos bancos para a criação *endógena* de moeda<sup>18</sup>. Esta linha de análise serve de grande suporte para a Teoria da Realocação da Poupança Interna pelo fato de que a conclusão fundamental de que *transformações de ordem monetária e tributária produzem transformações de ordem real, alterando a estrutura de crescimento econômico e a distribuição funcional da renda*, adquire, nestes últimos trabalhos de Kaldor, uma base explicativa causal quanto à promoção de crescimento econômico, conjugado à redistribuição de renda. Isto se dá sob estruturas produtivas interligadas, que promovem a geração e a difusão de ganhos de produtividade, por meio de rendimentos crescentes de escala, capazes de ampliar o “produto potencial” e de mitigar a “restrição externa”, ao mesmo tempo em que a estrutura de Finanças Públicas pela moeda autônoma do Estado (exógena), assim denominada de alavancagem de depósitos à vista comandada pelo Tesouro Nacional, venha a ser principal indutora, catalisadora, da dinâmica *endógena* da criação de depósitos à vista pelos bancos comerciais. Concebe-se a criação da moeda endógena como sendo o resultado, *a fortiori*, do crescimento induzido pelos recursos autônomos do Estado. A moeda endógena como sendo o elemento de observação

---

<sup>17</sup> “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).

<sup>18</sup> Kaldor foi um dos adeptos da chamada corrente horizontalista da moeda, aonde a moeda é concebida como endógena, dado que a demanda de moeda é estabelecida como sendo a demanda de crédito em função da demanda por bens e serviços, em que os bancos comerciais vêm a acomodar a mesma, portanto sem haver o chamado “excesso de moeda”. O princípio estabelecido era que o excesso de moeda não existiria, pois, a gênese da moeda estaria nesta demanda por bens e serviços, motivada pelo próprio processo de agregação de valor. Por conta disto, haveria a lógica de que a moeda ofertada, assim sancionada, seria igual à moeda demandada.

da “materialização dos ganhos de produtividade”, pelo lado monetário da economia, é o objeto de análise da próxima seção deste artigo.

O crescimento do PIB per capita, decorrente da geração de ganhos de produtividade, impulsionado pela acumulação de capital, foi analisado por Kaldor, em 1961, em sua obra *Capital Accumulation and Economic Growth*. Segundo Kaldor (1961), *o progresso técnico mensurado pela dinâmica dos ganhos de produtividade depende do ritmo de acumulação de capital. Operacionalmente, busca-se destacar os principais fatos estilizados relacionados à acumulação de capital e ao crescimento econômico no longo prazo. Proposta por Kaldor (1961), esta noção refere-se a uma constatação de ordem empírica, necessária ao confronto da teoria utilizada com os dados das economias reais. Nas palavras desse autor, “o teórico da economia deveria começar por um resumo dos fatos estilizados que se supõe que sejam explicados pela teoria”. Para Kaldor, a análise deveria tentar detectar os tipos de regularidades subjacentes aos fenômenos observados empiricamente e então descobrir quais hipóteses particulares e testáveis, estariam aptas a explicar as associações encontradas entre as variáveis* (BRUNO, 2008, pp. 9,10). Os 6 fatos estilizados por Kaldor, em 1961, eram os seguintes: 1º) o produto per capita cresce continuamente; 2º) a intensidade do estoque de capital aumenta a taxas maiores do que as taxas das horas de trabalho; 3º) a razão entre capital e produto segue uma trajetória estável; 4º) os salários por hora de trabalho aumentam continuamente porque o crescimento contínuo das razões, entre o produto e as horas de trabalho, e entre o estoque de capital e o trabalho, tem a relevância de que ao longo do tempo, cada hora de trabalho produz cada vez mais produto real; portanto, os salários horários reais tendem a aumentar, 5º) a taxa de lucro tende a ser estável, e 6º) os rendimentos do trabalho e do capital aumentam persistentemente, por isso, a distribuição funcional da renda entre trabalho e capital é praticamente estável (KALDOR, 1961, pp. 178,179).

A relevância destes fatos estilizados para a Teoria da Realocação da Poupança Interna não está na utilização direta dos mesmos criados por Kaldor, mas de elucidar, como o próprio Kaldor afirmara, um resumo próprio de *fatos estilizados que se supõe que sejam explicados pelas relações causais entre as variáveis da teoria em questão*. No caso, o resumo dos *fatos estilizados*, propriamente ditos, da Teoria da Realocação da Poupança Interna seria dado pela questão de como se expandir a demanda efetiva, pela moeda autônoma do Estado, objetivando o crescimento do PIB per capita, pela geração de ganhos de produtividade, e ao mesmo tempo como esta expansão viria a resultar numa também expansão dos fatores que possibilitariam o crescimento da oferta agregada no longo prazo, isto é, do produto potencial e da melhora das condições estruturais do balanço de pagamentos.

O produto potencial e a restrição externa são os limites impostos pela economia real ao crescimento da demanda efetiva comandada pela moeda autônoma do Estado, em substituição ao velho mecanismo contábil das Finanças Públicas, baseado na geração de receitas públicas oriundas dos níveis de tributação. A diferença consiste na questão de que a base de receitas públicas vinculadas à tributação é resultante dos níveis da renda agregada, sobretudo, de maneira *ex-post* a esta, enquanto que a geração de receitas públicas e de poupança pública, formadas pelo instrumento das reservas extra-bancárias, se dá de forma *ex-ante* a renda agregada. Este mecanismo impede o fato de haver “diminuições de recursos do orçamento público” em relação ao ano anterior, em função de qualquer crise econômica. É, neste sentido, a construção de um “estabilizador automático de renda”, nos moldes quase semelhantes aos preconizados por Keynes. Na verdade, o *fato estilizado*, assim dizendo, mais relevante da Teoria da Realocação da Poupança Interna, está na relação causal entre o mecanismo de criação e destruição automática de moeda e o provimento de recursos para o Estado de forma autônoma à tributação e à renda, pois as hipóteses que definem a formação destes instrumentos só são explicadas pela especificidade da aplicação destes, isto é, a criação de recursos autônomos só é explicada pela particularidade de se gerir um sistema que reaproveita recursos da própria oferta de moeda, que já estava em circulação, para transformá-los em recursos públicos e produtivos, sem, entretanto, promover quaisquer expansões dos meios de pagamentos relacionadas a estas operações, como também induzindo à geração de ganhos de produtividade como principal contrapartida a estas intervenções. Por isto é que se consiste num fato estilizado, pois a descrição dos fenômenos decorrentes destas variáveis somente se explica a partir da funcionalidade específica da instrumentalidade operacional a ela subjacente.

Dando prosseguimento ao aproveitamento dos estudos de Kaldor, isto é, de acordo com as leis de Kaldor (1966), esboçadas em sua obra *Causes of the Slow Rate of Economic of the United Kingdom*, há uma forte relação causal entre o crescimento da indústria e o crescimento do PIB (1ª lei de Kaldor); entre o crescimento industrial e o crescimento da produtividade industrial, em função de ganhos de escala (2ª lei de Kaldor, ou também chamada de lei de Verdoorn); há inclusive a possibilidade do efeito inverso, em que a produtividade autônoma da indústria vem a promover uma produção industrial maior; e entre o crescimento da indústria e o crescimento da produtividade de outros setores (3ª lei de Kaldor); uma vez que estas atividades de rendimentos decrescentes, e conseqüente menor produtividade, fornecem mão de obra para a indústria, que, conforme Kaldor, as demandas autônomas da agricultura (no estágio inicial), e das exportações, é que geram o “círculo virtuoso”, advindo da demanda, em relação a toda produção. *A segunda lei, conhecida como a lei Kaldor-Verdoorn, advém das interpretações de Kaldor sobre a lei de Verdoorn. Kaldor estabeleceu uma relação de causalidade entre a taxa de crescimento da produtividade e a taxa de crescimento da produção, onde um aumento na produção, induzido pelo aumento da demanda, provoca um aumento na produtividade em setores onde se verifica a presença de economias de escala dinâmicas* (FEIJÓ; LAMONICA, 2007, p.4).

No caso, as leis de Kaldor servem para descrever o peso da indústria e das exportações sobre as taxas de crescimento econômico. O enquadramento do papel do crescimento da indústria e das exportações, por Kaldor, na construção da Teoria da Realocação da Poupança Interna, se faz pela questão da reestruturação dos preços relativos, que ao reformularem a poupança interna, reformulam, por extensão, os preços favoráveis às exportações e aos produtos nacionais frente aos bens e serviços importados. As desonerações tributárias sobre o consumo, o investimento e a produção determinam um diferencial natural de preços internos em relação às importações de maneira mais estruturada do que pela utilização da taxa de câmbio como indutora deste diferencial. Retorna-se, com isto, à questão dos *atos estilizados*, pois a “mitigação dos fatores do lado estrutural da economia que condicionam o balanço de pagamentos à dependência quanto ao uso recorrente de poupança externa” é sem dúvida um *fato estilizado* para a Teoria da Realocação da Poupança Interna, pois essa mitigação se insere no rol de relações causais determinadas de forma própria pela teoria em questão. Os incentivos à indústria nacional (aqui construídos), pela reformulação dos preços relativos, que inclusive favorecem às exportações, e pelo fortalecimento do investimento agregado (público e privado), integram um escopo de “instrumentos operacionais” concernentes ao conceito de fatos estilizados, pois os mesmos só podem ser concebidos dentro desta estrutura teórica, específica, da Teoria da Realocação da Poupança Interna.

A proposição de um *desafio teórico* só é construída em função da também construção do *instrumento operacional*, responsável pela sua solução. O melhor exemplo desta afirmação se faz pela construção do *desafio da destruição automática de moeda* em conjunto aos *instrumentos operacionais* da taxa de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista de 100% (compulsório de 100%: recolhimento de um valor igual ao valor de todo depósito à vista efetuado pelo Banco Central), e da instituição das reservas extra-bancárias (externas à base monetária) depositárias da moeda destruída automaticamente, e assim formadora das receitas públicas e da poupança pública, para novos gastos e investimentos públicos.

Outro conceito-chave trabalhado por Kaldor, em extensão à análise da geração dos ganhos de produtividade, consiste no papel dos “rendimentos crescentes de escala”. Estes, inseridos na linha de pesquisa dos modelos de crescimento endógeno, representam a absorção e a construção de novas tecnologias, em função dos avanços dos investimentos em P&D (pesquisa e desenvolvimento). A transformação das estruturas produtivas, por rendimentos crescentes de escala, no lugar da antiga observação de “funções de produção” se insere na lógica de reduções de custos por meio de geração de ganhos de produtividade. Corroborar-se, desta maneira, a aplicação dos instrumentos de reduções de custos, aqui propostos, face à reformulação das estruturas produtivas, seja pelas desonerações tributárias, determinando novos preços relativos, seja pela expansão e pelo fortalecimento dos investimentos públicos, nos quais também se inserem os investimentos em P&D (pesquisa e desenvolvimento).

“[...] The case of increasing returns has never been properly explored in economic theory – beyond the famous statement of Alfred Marshall and of Cournot and Walras before him – that increasing returns lead to monopoly because producers get ahead of their rivals and gain a cumulative advantage over the others whom they drive out of business –

hence increasing returns (or falling marginal costs) could not exist under conditions which prevail in a *competitive market*. When in 1930s the new theories concerning the imperfection of markets suggested that this need to be – falling costs and competition can co-exist – economists in general shied away from exploring the consequences. However, businessmen could never ignore the existence of diminishing costs. It is on account of the economies of large-scale production that a rising market share spells trouble. And it is on that account that in a growing market a business *cannot* stand still: it must grow if it wishes to survive. Owing to increasing returns in processing activities (in manufactures) success breeds further success and failure begets more failure. Another Swedish economist, Gunnar Myrdal, called this “the principle of circular and cumulative causation” (KALDOR, 1981, pp.330, 331).

Possibilita-se, pelas razões expostas, o crescimento da demanda interna de forma vinculada a este patamar de preços relativos, isto é, a este nível de poupança interna que reduz gradativamente a utilização de poupança externa: cobertura de déficits em conta corrente do balanço de pagamentos, por meio de entrada de capitais estrangeiros, seja pelo investimento direto estrangeiro, seja pelos capitais de portfólio. Este diferencial de preços atua dentro dos propósitos de construção de vetores de estabilização, de forma oposta à utilização das importações para a estabilização dos níveis de inflação, ou seja, de forma oposta à utilização da taxa de câmbio como âncora, como ocorrera no Brasil e na Argentina, nos anos 90; contrário à dependência em relação aos fatores que assegurariam a permanência do câmbio estável, sobretudo à poupança externa. O patamar destes preços relativos seria dependente justamente dos níveis de demanda criados para cada bem interno, resultantes em função das respectivas desonerações tributárias. Pode-se dizer que esses preços relativos atuariam numa espécie de substituição de importações e de redução do uso de “poupança externa”. No caso da análise do papel da demanda, pelas próprias conclusões de Thirlwall em complementação às leis de Kaldor, a dinamização das exportações se apresenta como sendo o elemento externo, *exógeno*, capaz de movimentar as cadeias produtivas, e de tal modo vindo a gerar ganhos de produtividade. A análise de Thirlwall vem a demonstrar que a “taxa natural de crescimento endógena de um país” não é assim tão natural pelo fato de ser “endógena”, isto é, corresponde à taxa de crescimento do produto potencial, em que pode se apresentar como “exógena”, dependendo dos insumos, ou como “endógena”, ao depender da demanda (THIRLWALL, 1983).

De fato, não significa que haja uma reação ilimitada da oferta, mas que as limitações da demanda normalmente ocorrem antes das limitações da oferta, vide o exemplo da recessão, em que os trabalhadores deixam a força de trabalho e a produtividade cresce menos, já com a retomada do crescimento, a taxa natural se eleva, pois os trabalhadores são atraídos para a força de trabalho e a produtividade cresce mais. Nesse caso, pode-se dizer que a oferta de trabalho é elástica à demanda, e que a produtividade depende da escala (volume de produção) e da tecnologia, com maior acumulação. Esta conexão entre Kaldor e Thirlwall nos permite concluir que a geração de ganhos de produtividade, para a expansão do PIB per capita e do produto potencial, conjugada à mitigação da restrição externa, é viabilizada a partir da presença de rendimentos crescentes de escala, por força do grau de industrialização, e da respectiva inserção de um país no comércio internacional, condicionado pelo peso das exportações em seu PIB. O produto potencial, por mais que venha a ser estimado por diferentes metodologias, ainda continua sendo a melhor estimativa para a visualização da capacidade de crescimento de longo prazo de uma economia. Independente dos cálculos empregados para a estimativa, o produto potencial revela os graus de crescimento das produtividades, seja do trabalho, seja do capital, ou mesmo da produtividade total dos fatores. Por isto, o cálculo da estimativa de produto potencial serve de balizamento do crescimento permitido para a expansão das execuções orçamentárias.

## **6. Moeda Endógena a partir da Moeda Exógena: o elemento sancionador dos ganhos de produtividade**

A geração de moeda endógena consiste no elemento, pelo lado monetário, resultante do crescimento econômico advindo das intervenções exógenas, regidas pela integração entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. Dentro da análise de Kaldor quanto às transformações endógenas da economia se incluem os trabalhos a respeito da *endogenia* da moeda, em sua obra *The Scourge of Monetarism*. Kaldor, desta

maneira, oficializou uma linha de debate acerca dos fatores de criação da moeda que batiam de frente tanto nos diagnósticos monetaristas de Friedman para o controle da inflação (referentes à regra de um percentual fixo de expansão da oferta de moeda), quanto na própria formulação do papel da moeda, de Keynes, na Teoria Geral, no que concernia à atribuição do Banco Central na questão da fixação da oferta de moeda. Para Keynes, conforme já retratado antes, o Banco Central deveria intervir na oferta de moeda para de tal modo vir a interferir na determinação da taxa de juros. Para Kaldor<sup>19</sup>, o raciocínio se dava de modo contrário, pois o Banco Central deveria intervir na fixação da taxa de juros, para então poder vir a interferir na oferta de moeda.

A oferta de moeda viera a ser entendida como *endógena*, isto é, sancionada pelos bancos conforme o atendimento da demanda de crédito, que por sua vez também seria advinda da demanda por bens e serviços, e acima de tudo pelas “decisões de investir” das empresas. Este é o princípio, para Kaldor, de que não haveria excesso de moeda, pois toda moeda em circulação existiria em razão de ter sido criada pelos bancos, ao terem atendido a demanda de recursos monetários face os volumes de transações comerciais de toda a economia. Kaldor, inclusive (conforme a citação abaixo), articulou a noção de endogenia da moeda como forma de crítica explícita às tentativas do governo britânico, que desde o final da década de 70 se mostrava ineficiente em tentar “regular a quantidade final de moeda em circulação”. Tal fracasso se devia à relutância em aceitar que as velhas regras monetaristas, de construção de expectativas por meio de um percentual fixo de expansão da oferta de moeda, se mostravam inapropriadas diante de uma nova realidade de disseminação de inovações financeiras, que permitiam aos bancos “alavancarem” múltiplos cada vez maiores de seus depósitos captados.

“ [...]In Britain, when Mrs. Thatcher came to power in May 1979 her Government officially pronounced the formal adoption of the 'monetarist creed' with almost the same solemnity as the Emperor Constantine when he embraced Christianity as the state religion. However, in the circumstances of British institutions this proved even more difficult than in the United States, as subsequent events have shown. The Bank of England was incapable of fixing the 'monetary base' let alone the size of mandatory bank reserves, or to leave interest rates to be freely determined by the market. Instead they fixed a four-year target for the growth of the money supply (on its broad definition £M3, including interest-bearing bank deposits) on a gradually shrinking basis -- 7-11 per cent increase in the first year, 6-10 per cent in the second year, and 4-8 per cent in the fourth year; and they relied, for holding the money supply within the target range, on the steadily falling public-sector deficit (as a percentage of the national income) and on varying short-term interest upwards or downwards accordingly as the money supply moved relative to the target. (They were convinced, quite wrongly, in my view, that the public-sector deficit is the major cause of changes in the money supply.) But the whole plan came unstuck in their first year, and disastrously so in their second. The growth in the money supply continually exceeded the target range from the beginning, and it rose at an almost unprecedented rate of 22 per cent in the second financial year (it averaged 10 per cent a year in the five years prior to 1979). At the same time the deficit of the public sector exceeded the target by 2 per cent of the GDP in 1980-1 and by 1 per cent in 1982 -- despite cuts in public expenditure and heavy increases in the burden of taxation. The Government has thus singularly failed to carry out its stated objectives in terms of either the growth of the money supply or of the reduction in the public-sector deficit. But they have nevertheless succeeded (if 'success' is the appropriate term) in creating a deep economic recession -- a recession that goes far beyond

---

<sup>19</sup> “O sistema bancário surgiu para exercer uma função muito curiosa em macroeconomia. A versão dos livros-textos baseada na análise IS-LM trata a moeda como exógena, supondo implicitamente que a ‘moeda’ é totalmente fornecida pelo governo ou que os bancos são inteiramente regidos pela oferta da base monetária. Esta hipótese às vezes é modificada para permitir que a oferta de moeda seja influenciada pela taxa de juros, embora esta modificação seja, na verdade, apenas de uma espécie de técnica trivial e é justificada pela simples menção ao comportamento dos bancos ou do Banco Central. Outra escola, associada à Cambridge, e particularmente ao professor Kaldor, admite, em direta oposição a Keynes, que as variações na oferta de moeda são totalmente endógenas: o volume de moeda aumenta, sobretudo, como resultado da prestação de serviços bancários aos pretensos tomadores de empréstimos, que são dominados, no agregado, pelas empresas que desejam investir. A primeira destas abordagens (IS-LM) é mais próxima da *Teoria Geral*, pois nela Keynes deu ao sistema bancário um tratamento insuficiente, em nítido contraste com a extensa análise do *Tratado*” (CHICK, 1983, p.257).

that experienced by any other Western industrialized country” (KALDOR, 1986, pp.14, 15).

Para a Teoria da Realocação da Poupança Interna, a absorção do conceito de moeda endógena de Kaldor não é feita pela sua aceitação, de forma plena, em relação à estrutura de criação de moeda em toda a economia. Sua inclusão se faz no rol de transformações endógenas, concernentes aos resultados de expansão das variáveis reais, assim identificada como um termômetro do lado monetário frente aos processos exógenos de criação e destruição automáticas de moeda, pela integração direta entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. A expansão da moeda endógena, como resultado do crescimento do produto, se encaixa no objetivo de integração metodológica por ser parte da regra de obtenção de “transformações endógenas a partir de intervenções exógenas”. A formulação da plena endogenia da moeda é um caso notório em que as posições de Kaldor se distanciam das formulações de Keynes na Teoria Geral. Tal discussão abre espaço para os assim chamados horizontalistas, por conceberem, da mesma forma que Kaldor, a oferta de moeda como uma resposta à determinação da taxa de juros pelo Banco Central. Na outra ponta, dentro da mesma escola pós-keynesiana, temos os chamados estruturalistas, a exemplo de Minsky, que aceitam a lógica da moeda endógena, porém conjugada a uma certa capacidade de regulação da oferta de moeda pelo Banco Central (MOLLO, 1997, pp.398, 399). No entanto, sem representarem estes uma aproximação à concepção de regulação do estoque de moeda nos moldes do esquema IS-LM, e muito menos em relação à regra monetarista de um percentual fixo de expansão da oferta de moeda. Minsky, inclusive, ressalta o papel da “moeda emitida pelo Banco Central” como o instrumento certo de mitigação de crises, quando a Autoridade Monetária consegue visualizar o seu poder de intervenção, através do comando sobre a demanda efetiva.

“[...] De fato, Minsky percebe essa especificidade da moeda emitida pelo Banco Central, por exemplo, quando analisa que, em situações de crise financeira, ela é a única desejada e é, por isso, a única passível de abortar crises financeiras. Daí o *status* superior da Autoridade Monetária, enquanto emissora desta moeda, e o seu poder de intervenção (embora limitado) nas dinâmicas monetárias” (MOLLO, 1997, p.405)

A coordenação entre a moeda exógena (integração entre o Tesouro Nacional e o Banco Central) e a moeda endógena (moeda-crédito ofertada pelos bancos comerciais) é regida no mesmo plano da coordenação entre a taxa paralela de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista de 100% (compulsório de 100%: recolhimento de um valor igual ao valor de todo depósito à vista efetuado pelo Banco Central) e a taxa tradicional de recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista. Isto demonstra que a alavancagem de depósitos à vista comandada pelo Tesouro Nacional corresponde a uma mitigação da alavancagem de depósitos à vista comandada pelos bancos comerciais. Quando o Estado utiliza recursos autônomos, ou seja, provenientes deste sistema de criação e destruição automáticas de moeda, catalisa a atividade econômica, e a própria atividade bancária, com um maior volume de criação de novos depósitos à vista pelos bancos comerciais. Em razão disto, há também um impedimento desregrado do crescimento desta oferta de moeda-crédito. A taxa tradicional de compulsórios atua no sentido de enxugar a liquidez que fora liberada em função do raio de desonerações tributárias, e também impede que haja um crescimento vertiginoso da alavancagem rotineira dos bancos comerciais.

Com o processo de destruição automática de moeda, para a formação de recursos autônomos, na conta de reservas extra-bancárias (receitas públicas e poupança pública), há uma compressão inicial sobre a liquidez. Pela lógica de Haavelmo, o enxugamento inicial de recursos monetários adviria da renda, através da tributação; e pela lógica aqui trabalhada, o enxugamento destes recursos monetários (destruição automática de moeda) advém da liquidez de todo o sistema bancário. Isto garante que a renda e a poupança agregada não serão comprimidas de modo inicial, como em Haavelmo, e que o ciclo de criação e destruição automáticas de moeda (alavancagem comandada pelo Tesouro Nacional) assumirá um papel de direcionador dos fluxos de liquidez do sistema financeiro, através da atuação conjunta das duas taxas, concomitantes, de recolhimento de depósitos compulsórios. A ação coordenada destas duas taxas terá tripla função: 1ª: destruição de moeda para disponibilização de moeda a ser reutilizada em novos depósitos à vista, 2ª: enxugamento de liquidez para drenar os recursos monetários liberados com as

desonerações tributárias e 3ª: impedir a criação desenfreada de novos depósitos à vista pelos bancos comerciais, dado o maior ritmo de crescimento econômico (alavancagem excessiva com pressões inflacionárias).

A integração metodológica entre a abordagem cartalista da moeda e a moeda endógena assume uma “forma aparente” de contradição das próprias conclusões originais de Kaldor, a respeito do conceito de oferta de moeda horizontal. No entanto, a Teoria da Realocação da Poupança Interna resgata a concepção da abordagem cartalista da moeda de Knapp e Abba Lerner (com a integração entre o Tesouro Nacional e o Banco Central) e a conjuga à estrutura da moeda endógena, horizontal de Kaldor. Neste sentido, a moeda endógena, horizontal assume o caráter de uma espécie de fruto *endógeno* da intervenção vertical, *exógena*, da moeda que provém do Estado, de modo autônomo à tributação e à renda. Esta nova estrutura de moeda autônoma do Estado vem a se fundir ao funcionamento contemporâneo dos sistemas de pagamentos. As tecnologias empregadas, hoje, pelos sistemas internacionais de pagamentos, refletem os altos graus de integração de mercados, com a criação de diversos sub-produtos do mercado financeiro. Por isto mesmo é que a necessidade de esquemas de regulação de liquidez, de forma antecipada, e também automática, é indispensável para o emprego das regras da Teoria da Realocação da Poupança Interna. O mecanismo de recolhimento paralelo de depósitos compulsórios é o melhor exemplo de regulação automática para a liquidez. Quando é anunciada a data de um depósito à vista do Banco Central, em qualquer banco comercial, se anuncia o também agendamento de um recolhimento compulsório de mesmo valor deste depósito à vista, a ser gerado pelo Banco Central. A atuação conjunta das duas taxas de recolhimento compulsório sobre depósitos à vista (tradicional e paralela) é o melhor exemplo de como se possibilita a coordenação tanto para a promoção da política fiscal a partir da política monetária, quanto em relação à regulação do nível de liquidez do sistema financeiro.

Na Teoria da Realocação da Poupança Interna, ao se conceber que a moeda que é criada e destruída automaticamente pelo Estado (alavancagem comandada pelo Tesouro Nacional) é também a moeda que irá catalisar a expansão natural, *endógena*, de concessão de moeda-crédito pelos próprios bancos comerciais, se concebe também uma conexão entre os conceitos-chave de moeda endógena, rendimentos crescentes de escala e de respectiva geração e difusão de ganhos de produtividade. Neste sentido, as noções de moeda *exógena* e de moeda *endógena*, pela integração metodológica entre Abba Lerner e Kaldor, se assemelham à lógica de integração vertical e horizontal da moeda, desenvolvido por Randall Wray (2003). *Em algum sentido, os verticalistas e os horizontalistas capturaram cada um alguns elementos do processo de oferta monetária. Pode-se conceber que um componente vertical do processo de oferta monetária consiste na oferta governamental de moeda fiduciária; moeda cai verticalmente do governo para o setor privado por meio das compras governamentais de bens e serviços (e ocasionalmente de ativos), assim como das compras de ativos pelo Banco Central (tais como ouro e moeda estrangeira, e também através do desconto de ativos mantidos pelos bancos). Por outro lado, o processo de oferta monetária bancária é horizontal; pode ser pensado como um tipo de “alavancagem” da moeda fiduciária vertical em reserva [de famílias e bancos]. Claramente, moeda bancária é apenas um tipo de alavancagem da moeda fiduciária. Uma lista parcial de outros tipos de alavancagem incluiria commercial papers, títulos privados, entre outros* (WRAY, 2003, pp.133-135). Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money (1990) é considerada uma das principais obras de Wray a respeito da endogenia da moeda. Nesta obra, Wray faz a ressalva de que a noção horizontalista, pura e simples, não atribui importância ao impacto da política fiscal sobre o funcionamento dos bancos e também do Banco Central. É neste ponto que os assim ditos “cartalistas” se sagram como os que recomendam as ações integradas entre o Tesouro Nacional e o Banco Central (para a promoção da política fiscal), dada uma dinâmica endógena de criação de moeda-crédito pelo sistema financeiro.

“[...] What has largely been neglected in the horizontalist literature is the role of the state and the impact of fiscal operations on banks and the central bank. At least in Moore’s version, the role of the state is limited to the central bank’s ability to set the overnight interest rate, which requires that it passively accommodate bank demand for reserves. It is somewhat surprising that fiscal effects on reserves are largely ignored in the endogenous money literature (except by the chartalists), because these are potentially

many times larger than the quantities of reserves added or drained by central bank operations (WRAY, 2007, p.11).

A principal constatação da contribuição de Kaldor para a Teoria da Realocação da Poupança Interna consiste no encadeamento da totalidade de sua obra através da observação dos fenômenos econômicos pela óptica das transformações endógenas. A obra de Kaldor é trazida a partir do resgate da interpelação feita a Haavelmo, quanto à necessidade de reformulação das propensões marginais a consumir, para se produzir um multiplicador de renda com “orçamento equilibrado”, e pelo viés da “distribuição de renda”. A lógica das transformações endógenas aparece com mais força a partir de definição de *atos estilizados* para uma teoria, na qual os objetivos de construção teórica emergem em função de que explicações peculiares, isto é, de que *nexus causais* só assumem o papel destas explicações específicas por meio das relações causais estabelecidas pelos desafios e pelos instrumentos operacionais específicos, então abordados pela construção de uma teoria.

O que vem a cabo de todos os resultados a serem construídos pela Teoria da Realocação da Poupança Interna, dado justamente o aparato instrumental específico de reestruturação da política monetária, e por extensão, das Finanças Públicas. A contribuição do conceito de transformações endógenas se estende desde os *atos estilizados*, passando pelas chamadas leis de Kaldor (com a noção de que o produto precede a produtividade) e pelo conceito de rendimentos crescentes de escala, chegando à lógica da moeda endógena. Neste último quesito se observa a interligação do lado real da economia (crescimento do produto per capita) com a respectiva materialização pelo lado monetário (oferta de moeda-crédito sancionada pelos bancos). O aproveitamento metodológico está no fato de que as transformações exógenas na esfera monetária e tributária, realizada pela Teoria da Realocação da Poupança Interna, induzem à obtenção de transformações endógenas pelo próprio lado real da economia, pela expansão do produto (por força dos recursos autônomos do Estado e das desonerações tributárias) que irá encadear a expansão da produtividade e da criação de novos depósitos à vista como resposta a este maior nível de atividade econômica.

Isto visa a deixar bem claro que o processo de criação e destruição automáticas de moeda, responsável pela criação dos recursos autônomos do Estado, não é o fim em si do assim chamado processo de “realocação da poupança interna”. A realocação da poupança interna se inicia pela “reutilização” da moeda destruída, ora depositada na conta de “reservas extra-bancárias”, assumindo as formas de “receitas públicas” e de “poupança pública” para o Estado. A reutilização, ou também dizendo, a “realocação” destes recursos autônomos de “receitas” e de “poupança” sob a forma de novas rodadas de “gastos” e de “investimentos” (com também posteriores “destruições automáticas” destes respectivos novos depósitos à vista), contempla um ciclo de alavancagem de depósitos à vista comandada pelo Tesouro Nacional, em que, como já dito anteriormente, não representa um fim em si própria. A alavancagem aqui descrita é na verdade o motor, o lado exógeno, pela mão do Estado, das transformações endógenas de todo o sistema econômico: desde o impacto nas propensões marginais dos agentes por conta das desonerações tributárias, até a observação do crescimento da produtividade como um *lastro* advindo da economia real. Este *lastro* é o garantidor do acesso à geração e à distribuição da renda, pela manutenção do valor fiduciário da moeda, ou seja, pela manutenção da estabilidade macroeconômica.

A compressão inicial pela liquidez, gerada pela destruição automática de moeda, que determina a criação tanto da poupança pública quanto das receitas públicas, apenas redefine as posições de liquidez do sistema financeiro no primeiro instante. No entanto, as diversas combinações de efeitos-preço e renda, advindas das desonerações tributárias, somadas aos impactos de ganhos de produtividade, catalisados pelos investimentos públicos, produzem, de forma conjunta, uma série de transformações no crescimento da renda, as quais são materializadas através da resposta dos bancos comerciais, pelo aumento da concessão de moeda-crédito por conta do crescimento *endógeno* da liquidez, decorrente do processo de crescimento da renda. Este processo reflete o papel da *endogenia* da moeda como sendo o reflexo das interações entre o lado real e o lado monetário da economia. O comportamento dos bancos, com o aumento da concessão do crédito, dadas as novas expectativas, materializa, assim, as posteriores decisões de consumo de poupança (poupança privada), atreladas ao ritmo de crescimento econômico que fora determinado pelos investimentos públicos, seguido pelos gastos públicos. A *endogenia* da moeda encerra



uma discussão a respeito das taxas de juros, que poderia surgir com a questão da criação e destruição automáticas de moeda.

A coexistência entre *exogenia* (como motor do processo) e *endogenia* (como resultado do processo) impede quaisquer tentativas de vincular os níveis das taxas de juros às transformações *exógenas* de renda. As taxas de juros de mercado são um reflexo da estrutura de concessão de crédito, ofertada pelos bancos comerciais. As taxas de juros de mercado também são um reflexo da concorrência dos bancos privados frente às taxas de juros que são ofertadas pelos bancos públicos. O crescimento mais que proporcional dos investimentos públicos e dos gastos públicos, na determinação final da demanda agregada (da renda e do emprego), com a redução do peso do consumo agregado, não significa uma redução nominal do consumo agregado. Ao contrário, o consumo e a poupança privada crescem como resposta do crescimento da renda induzido pelo Estado, mas com respectivas perdas de participação na renda, isto é, com perda de participação percentual na demanda agregada, mesmo com ambos obtendo crescimentos nominais.

Esta explicação também remete à questão da compressão sobre a liquidez (com a destruição automática de moeda) não vir a representar nenhuma redução do consumo proveniente da renda, pois os saldos de encaixes, à disposição dos correntistas para saques, não são afetados pelas operações de destruição automática de moeda. Por mais que ocorra certa redução das linhas de crédito ao consumo (no primeiro momento por conta dos ajustes dos portfólios bancários), o consumo agregado não sofre reduções nominais por força de todas estas intervenções exógenas. No entanto, o mesmo vem a crescer de forma menos proporcional em relação ao crescimento da participação dos investimentos públicos e dos gastos públicos na determinação funcional da renda. Este é o verdadeiro cumprimento do papel da moeda endógena em todo este sistema: sancionar a expansão da renda, induzida anteriormente pela moeda exógena, através da figura da moeda-crédito, sendo esta um “termômetro”, pelo lado monetário, do processo de geração e de propagação dos ganhos de produtividade por toda a economia. A moeda endógena se enraíza como sendo o termômetro final de toda uma trajetória estruturada pela condução da demanda efetiva através da integração entre Tesouro Nacional e o Banco Central.

## 7. Conclusões

Pela Teoria da Realocação da Poupança Interna, a política monetária assume uma forma “aparente” de expansionista por haver a emissão inicial de moeda, seguida da reutilização, realocação, da moeda de valor equivalente à moeda injetada, que fora destruída por necessidade de impedimento da expansão dos meios de pagamentos em relação à expansão dos gastos públicos e dos investimentos públicos. Por mais que se configure a forma “aparente” de expansionista, a política monetária é, na verdade, uma política contracionista, pois é a política fiscal que de fato se estabelece como “expansionista”. O expansionismo da política fiscal é dado tanto pelas execuções dos gastos públicos e dos investimentos públicos, quanto pelas desonerações tributárias. A política monetária é o canal de geração de recursos da política fiscal, no entanto, é o canal de contrapeso à própria expansão da política fiscal. É este contrapeso que garante a “não expansão dos meios de pagamentos” por conta da “expansão da política fiscal”, seja pela via da injeção dos investimentos públicos e dos gastos públicos, seja pela via das desonerações tributárias. Há, de fato, dois movimentos de contração monetária: a destruição automática de moeda e o recolhimento integral, pelo compulsório tradicional sobre os depósitos a vista, da liquidez proveniente das desonerações tributárias. Todavia, a oferta de moeda resultante de todo o processo não é a oferta de moeda que é observada no ponto de interação entre a política fiscal e a política monetária, pois a moeda não é exógena e nem estática, mas iniciada pelo seu componente vertical (exógeno, integração entre o Tesouro Nacional e o Banco Central) e sancionada, por fim, pelo seu componente horizontal (endógeno, conforme a expansão da moeda-crédito pelos bancos comerciais).

A concomitância de dois recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista é a principal razão para a estabilização macroeconômica, ao permitir que a criação de moeda (emissão de moeda, ou reutilização de moeda anteriormente destruída), se institua como o instrumento de geração de recursos públicos, em substituição à tributação, pelo fato de se manter os saldos dos meios de pagamentos inalterados em relação a cada operação de criação e destruição automáticas de moeda e de se promover o gerenciamento tradicional da liquidez, de forma concomitante às mesmas operações de criação e

destruição automática de moeda. De fato, a instituição de um sistema de moeda autônoma do Estado, dentro de um regime de manutenção da estabilidade macroeconômica, é garantida ao se regular toda espécie de alavancagem originada do sistema financeiro e ao se extinguir a necessidade do Estado em extrair recursos privados para a formação das Finanças Públicas. A contração sobre a liquidez (para a realização do processo de destruição automática de moeda) e não sobre a renda disponível (pela destruição de moeda decorrente da incidência da tributação) é o ponto-chave para a reformulação do multiplicador de gastos, ao estabelecer o crescimento econômico pela via do “orçamento equilibrado”, tendo o multiplicador de gastos, em questão, de valor superior a 1. A promoção de um multiplicador de gastos, de valor superior a 1, mesmo tendo como base a regra de “orçamento equilibrado”, advém da conjunção dos seguintes fatores: compressão sobre a liquidez, indireta sobre a renda (no lugar da compressão pela tributação, de forma direta sobre a renda), em que a destruição automática de moeda promove o “orçamento equilibrado”, somada às reformulações das propensões marginais a gastar/investir por força das desonerações tributárias.

A expansão dos investimentos públicos, conjugada a uma série de desonerações tributárias, se torna responsável pela geração e pela propagação de ganhos de produtividade para os setores mais dinâmicos da economia, isto é, mais dispostos a “investir”, e por isto, mais “propensos” a coexistir crescimento da renda com redistribuição desta própria renda agregada. A geração de recursos públicos para a execução dos investimentos públicos e também dos gastos públicos deixa de representar um achatamento inicial da renda disponível, devido ao fim da tributação como o instrumento mor das Finanças Públicas. Os ciclos de criação e destruição automáticas de moeda ao assumirem a função de criação de recursos públicos, agora denominados de *recursos autônomos*, instauram uma reinjeção direcionada de recursos monetários, que ora destruídos, passarão a exercer novos papéis de determinação da renda quando reinjetados, visando à expansão concomitante da demanda e da oferta agregada. A realocação da poupança interna é o processo de determinação do investimento público como principal guia condutor de expansão da demanda efetiva, porque ao realizar o reaproveitamento da moeda que já estava em circulação (através da destruição automática de moeda), em valor equivalente à moeda que fora criada para a execução do investimento público, cria a poupança pública, destinada a novas rodadas de injeção de recursos monetários para a execução de novos investimentos públicos, expandindo a renda agregada. Por extensão, também expande a poupança privada, como decorrência *endógena* do crescimento econômico.

A integração metodológica, que foi trabalhada neste artigo, conforme a sequência de Abba Lerner, Haavelmo e Kaldor, consiste na criação de um novo modelo de crescimento e de determinação de renda, no qual, a injeção de gastos e investimentos públicos é executada por um sistema que utiliza a “emissão de moeda” como causa primeira (Abba Lerner), havendo a obrigatoriedade da destruição desta mesma moeda para sua posterior reutilização, e perfazendo, de tal modo, o ciclo de criação e destruição automáticas de moeda. A destruição automática de moeda cumpre a missão de promover o “orçamento equilibrado” (Haavelmo). A determinação de investimentos públicos promove a geração de ganhos de produtividade (Kaldor). Por esta razão, a integração metodológica, por Kaldor, consiste no mais extenso leque de aproveitamentos de conceitos-chave para a descrição dos resultados obtidos pela Teoria da Realocação da Poupança Interna, pois sendo a geração de “ganhos de produtividade”, a principal vitória advinda das injeções de investimentos públicos sob a égide da moeda autônoma, a mesma representa a materialização do objetivo teórico de promover *transformações endógenas a partir de transformações exógenas*.

A integração metodológica, ou também dizendo, o entrelaçamento teórico referente à obra de Kaldor se fez, no primeiro plano, pelo cumprimento do chamado “Desafio de Kaldor a Haavelmo”. Tal afirmação tem a ver com a elaboração de uma estrutura de crescimento econômico sob a égide do “orçamento equilibrado”, mas que seja capaz de reestruturar as propensões marginais a gastar, poupar e investir. Deste modo, estas mesmas propensões passam a redirecionar a trajetória de crescimento para bases redistributivas de renda, não sendo assim partes de um crescimento com “orçamento equilibrado”, que apenas realoca força de trabalho e recursos reais ociosos, de um setor para outro, sem, entretanto, representar reconfigurações na alocação da renda no que tange à participação do trabalho na respectiva distribuição funcional. A contribuição do conceito-chave de *fatos estilizados*, de Kaldor, se aplica pela

especificidade da Teoria da Realocação da Poupança Interna quanto ao cumprimento do objetivo teórico referente à questão de possuir uma relação causal única (criação de uma moeda autônoma à tributação e à renda) explicada pelos instrumentos operacionais específicos (destruição automática de moeda exercida pelas inovações concernentes à política monetária). As referências à obra de Kaldor têm o papel de “descrever as transformações endógenas” da economia como sendo o resultado de toda a estrutura de criação e destruição automáticas de moeda, e das respectivas desonerações tributárias. Os ganhos de produtividade são o lastro da economia real para todas estas intervenções *exógenas*. Oriundos estes, de rendimentos crescentes de escala, e de tal forma, sancionados pelo lado monetário da economia, como reflexo do crescimento econômico, através da expansão da moeda-crédito, *endógena*, a qual sagra a expansão da poupança privada e do próprio investimento privado. A principal conclusão referente ao aproveitamento metodológico, por Kaldor, está na conceituação de que o crescimento do produto precede o crescimento da produtividade. Esta é a constatação maior da importância da determinação da renda através dos *recursos autônomos* do Estado. Isto é, o crescimento a partir da moeda autônoma do Estado é o indutor principal do crescimento da produtividade, a qual será o lastro da economia real para a própria moeda autônoma do Estado.

Isto posto, não só apenas se realiza o crescimento induzido pela demanda, via injeções e vazamentos automáticos de renda, mas também se promove a geração de ganhos de produtividade em função deste próprio crescimento. Pela reestruturação da poupança interna, as novas propensões marginais a gastar, a investir e a poupar virão a impelir os níveis de investimento agregado, dada a mudança de preços relativos que beneficiará os investimentos direcionados para os setores que apresentarem as maiores propensões a gastar, no caso os trabalhadores de menor renda, as micro, as pequenas e as médias empresas. Este ciclo vem a cumprir o desafio lançado por Kaldor a Haavelmo, na sua interpelação, quando Kaldor argumentara que uma regra de “orçamento equilibrado” só fará sentido do ponto de vista da distribuição de renda se viesse a conseguir reformular as propensões marginais em questão.

As desonerações tributárias cumprem este papel, no mesmo momento em que são promovidas dentro de um regime de “orçamento equilibrado”, originado não a partir da “tributação para a geração do gasto público”, mas da lógica original das “finanças funcionais de Abba Lerner”, onde a moeda é criada pelo Estado para o cumprimento de suas *funções públicas*, e a sua destruição tem a *função* de determinação de seu valor fiduciário. A especificidade operacional da Teoria da Realocação da Poupança Interna está no fato de que a destruição de moeda é feita de modo automático à sua criação, não pela política fiscal, mas sim pela política monetária. O instrumento específico de recolhimento compulsório, paralelo (compulsório de 100%: recolhimento de um valor igual ao valor de todo depósito à vista efetuado pelo Banco Central), incide sobre os depósitos à vista com o propósito de recolher um volume de moeda, de mesmo valor da emitida. Esta operação automática encerra quaisquer discussões que poderiam advir a respeito de uma possível “expansão da oferta de moeda” em função da emissão inicial de moeda, ou mesmo de vir a classificar tais recursos autônomos como “receitas de senhoriagem”. Todas estas questões são refutadas operacionalmente por este mecanismo integrado de promoção das Finanças Públicas entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, cumpridores da realização dos movimentos apocêntricos e epicêntricos, que garantem o valor fiduciário da moeda, de acordo com a abordagem cartalista da moeda de Knapp.

Para a Teoria da Realocação da Poupança Interna a determinação da renda se faz pelo comando do investimento público sobre a demanda efetiva. Os níveis de investimento agregado e poupança agregada são decorrência do ajuste automático dos níveis entre o investimento público e a poupança pública. A destruição automática de moeda promove o “orçamento equilibrado” no mesmo instante em que ocorre a criação de recursos públicos, autônomos, de gastos ou de investimentos públicos. Recursos estes, considerados *autônomos* por serem criados tanto pela via da emissão de moeda, como pela via da reutilização, ou seja, pela realocação dos recursos monetários que haviam sido destruídos e transformados em *receitas públicas*, ou em *poupança pública*, na conta de reservas extra-bancárias. O redirecionamento da liquidez, por meio do instrumento de criação e destruição automáticas de moeda, reconfigura o processo de formação da demanda agregada, com o fortalecimento do investimento público e dos gastos públicos, e com redução da participação percentual do consumo. O crescimento do consumo é uma

decorrência do crescimento da renda, que, por extensão, é decorrente do crescimento mais que proporcional do investimento agregado (público e privado) e dos gastos públicos.

O redirecionamento da liquidez para as mãos do Estado determina não só um papel direto, não-neutro, da moeda sobre a demanda agregada, mas também impede a formação de bolhas especulativas decorrentes da alavancagem de ativos comandada pelo sistema financeiro. Isto vem a cumprir um dos objetivos teóricos da Teoria da Realocação da Poupança Interna, que conforme exposto na introdução deste artigo, consiste na promoção da eficácia máxima da não-neutralidade da moeda, pois a moeda não é apenas não-neutra no curto e no longo prazo, mas se torna o “capital do Estado” por ser a política monetária a promotora da política fiscal, e também a responsável pela manutenção da estabilidade não somente do nível de preços, mas de toda ordem macroeconômica. A alavancagem de depósitos à vista comandada pelo Tesouro Nacional tem justamente a denominação de “alavancagem” em razão do fato de representar uma “reutilização”, um “reaproveitamento”, e assim uma “realocação” da moeda destruída sob a forma de novos depósitos à vista para a determinação de investimentos públicos, de modo prioritário, seguidos dos depósitos à vista destinados aos gastos públicos correntes. Os limites para a condução da demanda efetiva pelos investimentos públicos, isto é, os limites para a promoção da “realocação da poupança interna” são agora os limites impostos pelo lado real da economia, e não mais os limites das execuções orçamentárias oriundos da capacidade de arrecadação tributária do Estado. O produto potencial e a restrição externa são os novos parâmetros para a formulação do orçamento público, sendo a “produtividade” o resultado maior da execução deste orçamento, e acima de tudo, o principal elemento garantidor da expansão de toda a esfera orçamentária pública.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BRUNO, Miguel A. P.(2008). *Acumulação de Capital, Distribuição e Crescimento Econômico no Brasil: uma análise dos determinantes de longo prazo*. Texto para Discussão, nº 1364, IPEA, Rio de Janeiro.
- CARDIM DE CARVALHO, Fernando (1994). *Temas de Política Monetária Keynesiana*. Ensaio FEE, Porto Alegre, (15) 1: 33-61.
- CHICK, Victoria (1983). *Macroeconomics After Keynes: a reconsideration of the general theory*. Phillips Allan, Deddington, Oxford.
- 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](http://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.
- FORSTATER, Mathew (1999). *Functional Finance and Full Employment: lessons from Lerner for today?* Working Paper Nº 272, The Jeromy Levy Economics Institute.
- HAAVELMO, T. (1945). *Multiplier Effects of a Balanced Budget*. *Econometrica* (“Supp. Notes”, 1946).
- HERMANN, Jennifer (2004). *Reformas, Endividamento Externo, e o “Milagre” Econômico (1964-1973)*. In: *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. BARROS DE CASTRO, Lavínia; HERMANN, Jennifer (org.et alii). Ed. Campus – Elsevier, Rio de Janeiro e São Paulo.
- KALDOR, N. (1957) *A Model of Economic Growth*, *Economic Journal*, 67.
- \_\_\_\_\_. (1961). *Capital Accumulation and Economic Growth*, in F. A. Luz e D.C. Hague (orgs.), *The Theory of Capital Accumulation*. MacMillan, London.
- \_\_\_\_\_.(1966). *Causes of the Slow Rate of Economic Growth of the United Kingdom*. Cambridge University Press.
- \_\_\_\_\_. (1981). *The Role of Increasing Returns, Technical Progress and Cumulative Causation in the Theory of International Trade and Economic Growth*. In: *Targetti, F.; Thirlwall, A. P. (ed., 1989)*.
- \_\_\_\_\_. (1982). *The Scourge of Monetarism*. 2a. ed. Oxford: Oxford University Press, 1985.
- KEYNES, John Maynard (1992). *A Teoria Geral do Emprego, do Juro, e da Moeda [1936]*. Ed. Atlas. São Paulo.
- KNAPP, Georg Friedrich (1973). *The State Theory of Money [1924]*. Clifton: Augustus. M. Kelley.
- LERNER, Abba (1943). *Functional Finance and The Federal Debt*. *Social research*, vol. 10, pp. 38-51.

- \_\_\_\_\_. (1947). *Money as a Creature of the State*. American Economic Review, 37.
- \_\_\_\_\_. (1951). *The Economics of Employment*. New York: McGraw Hill.
- LIMA, Gilberto Tadeu (1999). *Progresso Tecnológico Endógeno, Crescimento Econômico e Distribuição de Renda*. In: Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea. (orgs. LIMA, Gilberto Tadeu; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando de), Rio de Janeiro, São Paulo: Campus–Elsevier.
- MARX, Karl (1983). *O Capital: crítica da economia política*. (Livro I, Tomo I). São Paulo: Abril Cultural (Os Economistas).
- MINSKY, H. (1957). *Central Banking and Money Market Changes*. The Quarterly Journal of Economics, v. LXXI, n.2, may.
- MOLLO, M. L. R. (1997) *A Endogeneidade Pós-Keynesiana da Moeda: traços ortodoxos e heterodoxos*. Estudos Econômicos, v. 27, n. 3, pp. 395-416, setembro-dezembro, São Paulo.
- MOORE, B. J. (1988). *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge University Press, Cambridge, RU.
- OKUN, A. (1967). *Monetary Policy, Debt Management, and Interest Rates: a quantitative appraisal*. In: HESTER, O., TOBIN, J., ed. Financial Markets and Economic Activity. New York: John Willey & Sons.
- SICSÚ, João (2008). *Planejamento Estratégico do Desenvolvimento e as Políticas Macroeconômicas*. In: Economia do Desenvolvimento: teoria e políticas keynesianas (orgs. SICSÚ, João; VIDOTTO, Carlos). Ed. Campus – Elsevier, Rio de Janeiro e São Paulo.
- TERRA, Fábio; FERRARI FILHO, Fernando (2010). *As Disfunções do Capitalismo na Visão de Keynes e suas Visões Reformistas*. Anais do XXXVIII Encontro Nacional de Economia, ANPEC, Salvador, 2010.
- THIRLWALL, Anthony P. (1983). *A Plain Man's Guide to Kaldor's Growth Laws*. Journal of Post Keynesian Economics, v.5, n.3 spring.
- WRAY, L. Randall (1990) *Money and Credit in Capitalist Economies: the endogenous money*. Aldershot: Edward Elgar.
- \_\_\_\_\_. (2003). *Trabalho e Moeda Hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade de preços*. Ed. UFRJ – Contraponto, Rio de Janeiro. *Understanding Modern Money: the key to full employment and price stability* [1998].
- \_\_\_\_\_. (2007) *Endogenous Money: structuralist and horizontalist*. Working Paper N° 512, The Jeromy Levy Economics Institute.