

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

**CARLOS ALBERTO LANZARINI CASA**

**TEORIA DA REALOCAÇÃO DA POUPANÇA INTERNA:  
MOEDA, ESTADO E APLICAÇÕES PARA O CASO BRASILEIRO**

**PORTO ALEGRE**

**2013**

**CARLOS ALBERTO LANZARINI CASA**

**TEORIA DA REALOCAÇÃO DA POUPANÇA INTERNA:  
MOEDA, ESTADO E APLICAÇÕES PARA O CASO BRASILEIRO**

Tese submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Economia do Desenvolvimento.

Orientador: Professor Dr. Marcelo Milan

**PORTO ALEGRE**

**2013**

## DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)

### CIP - Catalogação na Publicação

Casa, Carlos Alberto Lanzarini  
Teoria da realocação da poupança interna : moeda,  
estado e aplicações para o caso brasileiro / Carlos  
Alberto Lanzarini Casa. -- 2013.  
279 f.

Orientador: Marcelo Milan.

Tese (Doutorado) -- Universidade Federal do Rio  
Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas,  
Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre,  
BR-RS, 2013.

1. Destruição automática de moeda. 2. Substituição  
de fluxos monetários. 3. Moeda autônoma do Estado. 4.  
Reservas Extra-Bancárias. 5. Equilíbrio fiscal  
permanente. I. Milan, Marcelo, orient. II. Título.

Elaborada pelo Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica da UFRGS com os  
dados fornecidos pelo(a) autor(a).

**CARLOS ALBERTO LANZARINI CASA**

**TEORIA DA REALOCAÇÃO DA POUPANÇA INTERNA:  
MOEDA, ESTADO E APLICAÇÕES PARA O CASO BRASILEIRO**

Tese submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Doutor em Economia do Desenvolvimento.

Aprovada em: Porto Alegre, 19 de novembro de 2013.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Marcelo Milan – Orientador  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

---

Prof. Dr. Luiz Augusto Estrella Faria  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

---

Prof. Dr. Eugenio Lagemann  
Universidade Federal do Rio Grande do Sul

---

Prof. Dr. Bouzid Izerrougene  
Universidade Federal da Bahia

---

Prof. Dr. Miguel Antonio Pinho Bruno  
Universidade do Estado do Rio de Janeiro

## AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus, antes de tudo e acima de todas as coisas. Nessa mesma ordem, agradeço aos meus pais. Na questão acadêmica inicio a lista de agradecimentos pela orientação desta Tese, realizada pelo Professor Marcelo Milan. Agradeço a todos os membros da banca de defesa da Tese, Professor Eugenio Lagemann (UFRGS), Professor Luiz Augusto Estrella Faria (UFRGS), Professor Bouzid Izerrougene (UFBA) e Professor Miguel Antonio Pinho Bruno (UERJ). Agradeço ao apoio financeiro do CNPQ. Agradeço aos Professores Gary Dymiski (University of Leeds – Grã Bretanha), Karen Stallbaum, Hélio Henkin, Achyles Barcelos da Costa, Octávio Augusto Camargo Conceição, Ário Zimmermann, Gentil Corazza (UFFS), Ricardo Dathein, Pedro Cezar Dutra Fonseca, Paulo Schmidt, Sérgio Marley Modesto Monteiro, Luiz Miranda, Stéfano Florissi, Ronald Hillbrecht, Flávio Fligenspan, Flávio Tosi, Sabino Pôrto Júnior, Gláucia Campregher, Hermógenes Saviani Filho, Janice Dornelles de Castro, Jorge Paulo Araújo, Rosa Chieza, Giácomo Balbinotto Neto, Eduardo Ernesto Filippi, Júlio César de Oliveira, Wendy Beatriz Witt Haddad Carraro, Máris Caroline Gosmann e Maria de Lurdes Furno da Silva. Agradeço aos colegas e funcionários da UFRGS, em especial a Iara Cleci Machado, Maria Delourdes da Fonseca e Sandra Maria Cruz Schaefer. Agradeço aos amigos Gilberto Moreschi, Antoninha de Oliveira Balsemão e Vanessa Giacobbo. Agradeço à orientadora da Dissertação de Mestrado, PPGE-UFF, Carmem Aparecida Feijó, à Professora Célia Lessa Kerstenetzky (UFF) e aos membros da banca da defesa da Dissertação, Professor Helder Ferreira de Mendonça (UFF) e Professor Reinaldo Gonçalves (UFRJ). Agradeço ao orientador da monografia da graduação (UERJ), Professor Gustavo Francisco Bayer. Agradeço *in memoriam* aos Professores Antonio Maria da Silveira e Antonio Barros de Castro. Agradeço a todos os Professores e aos amigos de longa data da Escola Porto Seguro, no Bairro do Maracanã, Rio de Janeiro, RJ.

## 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 podem ser 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 fiduciário”, em razão de sua respectiva “destruição automática” no momento exato de sua criação.

**Palavras-chave:** Destruição automática de moeda. Substituição de fluxos monetários. Moeda autônoma do Estado. Reservas Extra-Bancárias. Poupança pública. Equilíbrio fiscal permanente. Ganhos de produtividade.

## ABSTRACT

The term *reallocation of domestic saving* refers to the fact that the instruments of economic policy and economic planning that allow the self-financing of the State from its own currency by the mechanism of monetary emission can only be materialized in the real economy by the restructuring of the process of formation of the domestic saving. Reallocation in this case comes to be synonymous with “reuse” and “leverage”, that is, public finance techniques are determined by a mechanism for automatic creating and destruction of currency, and subsequent reuse of the same currency issued formerly. In this system, the State determines the amount of available public resources through monetary emission, given that this currency has “real fiduciary backing” based on its respective “automatic destruction” at the exact moment of its creation.

**Keywords:** Automatic destruction of currency. Substitution of monetary flows. Autonomous currency of the State. Extra-Bank Reserves. Public saving. Permanent fiscal balance. Productivity gains.

## LISTA DE FIGURAS

<b>Figura 1 - Funcionamento do Sistema de Substituição de Fluxos Monetários (Base Monetária e Recursos Autônomos).....</b>	<b>66</b>
<b>Figura 2 - Balancete dos Bancos Comerciais.....</b>	<b>90</b>
<b>Figura 3 - Balancete do Banco Central.....</b>	<b>91</b>
<b>Figura 4 - Alavancagem Comandada pelo Tesouro Nacional.....</b>	<b>161</b>
<b>Figura 5 - Função de Amortização da Dívida Pública Interna.....</b>	<b>213</b>
<b>Figura 6 - Determinação Original dos Recursos Autônomos.....</b>	<b>234</b>
<b>Figura 7 - Realocação da Poupança Interna.....</b>	<b>259</b>

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO.....</b>	<b>9</b>
<b>2 TEORIA DA REALOCAÇÃO DA POUPANÇA INTERNA: FUNDAMENTOS TEÓRICOS, METODOLÓGICOS E OPERACIONAIS.....</b>	<b>22</b>
<b>2.1 Introdução.....</b>	<b>22</b>
2.2 Teoria da Realocação da Poupança Interna: programa de pesquisa científico e definição metodológica.....	23
2.3 Teoria das Finanças Funcionais e a Teoria da Realocação da Poupança Interna: a gênese a partir de Knapp e Abba Lerner.....	33
2.4 Moeda e Estado: variáveis monetárias versus variáveis reais sob as visões de Knapp, Abba Lerner, Keynes e Ricardo.....	38
2.5 Teoria da Realocação da Poupança Interna: a execução das Finanças Públicas pela moeda autônoma do Estado.....	49
2.6 Teoria da Realocação da Poupança Interna: conceitos-chave como instrumentos de descrição das especificidades teóricas, metodológicas e operacionais.....	76
2.7 Conclusões.....	84
<b>3 MOEDA, ESTADO, POUPANÇA E PRODUTIVIDADE: INVESTIMENTO E POUPANÇA SOB A ÓPTICA DA TEORIA DA REALOCAÇÃO DA POUPANÇA INTERNA.....</b>	<b>86</b>
3.1 Introdução.....	86
3.2 Reservas Extra-Bancárias: investimento público como determinante da poupança interna.....	87
3.3 Moeda e Estado: renda e poupança pela óptica das finanças funcionais de Abba Lerner, do déficit público keynesiano, do orçamento equilibrado de Haavelmo e da equivalência ricardiana frente à estruturação da Teoria da Realocação da Poupança Interna.....	97

3.4 Moeda e Poupança: realocação da oferta de moeda ociosa pela integração da moeda vertical (exógena) com a moeda horizontal (endógena).....	124
3.5 Moeda e Produtividade: a determinação da renda sob a perspectiva das transformações endógenas de Kaldor, de Thirlwall e da Escola da Regulação.....	163
3.6 Renda Nacional e Quantidade de Moeda: velocidade-renda da moeda para os clássicos, para Keynes e para a Teoria da Realocação da Poupança Interna.....	181
3.7 Conclusões.....	187
<b>4 TEORIA DA REALOCAÇÃO DA POUPANÇA INTERNA: FINANÇAS PÚBLICAS E POLÍTICAS DE EMPREGO E RENDA À LUZ DA ESPECIFICIDADE HISTÓRICA BRASILEIRA.....</b>	<b>188</b>
4.1 Introdução.....	188
4.2 Compulsório de 100% e Amortização da Dívida Pública Interna: uma especificidade histórica da economia brasileira.....	189
4.3 Lei de Responsabilidade Fiscal e Sistema de Pagamentos Brasileiro.....	204
4.4 Produto Potencial, Dívida Pública e Reservas Internacionais: definição dos limites para a execução dos gastos públicos e dos investimentos públicos pela moeda autônoma do Estado.....	208
4.5 Desonerações Tributárias, Transferências Constitucionais, Depósitos Compulsórios e Crédito Público Direcionado: semelhanças e diferenças da política fiscal e da política monetária brasileira frente à Teoria da Realocação da Poupança Interna .....	221
4.6 Proposições de Aplicações Normativas: salário mínimo, jornada de trabalho e previdência pública.....	234
4.7 Conclusões.....	260
<b>5 CONCLUSÕES.....</b>	<b>261</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>268</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O senso comum, “não científico”, em relação à existência das “Finanças” do Estado se faz pela cobrança de impostos. É sabido que o Estado se financia em função da noção de que pagamos impostos. Mas por que o Estado não pode existir a partir da emissão de sua própria moeda, dado que é o Estado que cria a moeda que todos nós usamos na economia? Moeda esta, que inclusive utilizamos para o pagamento dos impostos. A resposta ouvida desde que a Economia se tornou ciência é que não se pode criar moeda acima da capacidade de produção de uma economia porque isso gera inflação. A inflação é o preço de se criar moeda acima dos fluxos reais da economia, isto é, acima das possibilidades reais de se produzir para se atender a toda demanda gerada pelo consumo das famílias domésticas e estrangeiras, pelos gastos do governo, e pelas despesas de investimento dos setores público e privado. Muito bem, mas, e se for criado um sistema automático de injeção de moeda para fins de gastos e de investimentos públicos, que faça com que seja criada a moeda que o Estado necessita e que ao mesmo tempo se retire automaticamente de circulação uma mesma quantidade de moeda que fora criada? É possível isto? Sendo possível, o resultado concreto é que este novo sistema irá extinguir a maior parte dos impostos, ao mesmo tempo em que se possibilitará a expansão dos gastos públicos (incluindo as transferências governamentais) e dos investimentos públicos! Isto não é contraditório?

Ocorrendo a devida comprovação, será estabelecida a coexistência de um regime de finanças públicas que permite a expansão do Estado na economia, sobretudo, para a finalidade da expansão dos investimentos públicos em infraestrutura e em áreas sociais, e que dispensa a tributação como sua fonte de criação de recursos públicos. Com isto, a tributação se redireciona para as questões de distribuição de renda e de regulação da atividade econômica, com a existência de impostos direcionados para a execução de políticas públicas específicas, enquanto que o Estado passa a gerar os seus recursos por meio de instrumentos que criam moeda, mas que retiram uma mesma quantidade de moeda de circulação, no mesmo momento de sua criação, de modo que a quantidade de moeda em circulação não se altera em função destas operações. Portanto, não há pressões inflacionárias advindas deste sistema<sup>1</sup>. A razão

---

<sup>1</sup> Não se trata de atribuir o controle da inflação às lógicas da Teoria Quantitativa da Moeda e do Monetarismo, mas de determinar uma salvaguarda no que concerne à não-variação da oferta de moeda em relação às intervenções de injeção de moeda e de retirada automática de um valor equivalente do montante de depósitos à vista do banco comercial que recebera o respectivo depósito à vista proveniente do Banco Central (a injeção de moeda advinda da integração direta entre o Tesouro Nacional e o Banco Central). Nisto, independente da lógica de estabilização empregada pelo Banco Central, se demarca o fato de que pelas razões exógenas, isto é, pela realização de um depósito à vista num banco comercial com a exigência da destruição automática de

para isto se faz pelo estabelecimento da regra de que além de não se alterar a oferta de moeda, em função destas operações de injeção e de retirada automática de moeda de circulação, também não se expandirá os gastos públicos e os investimentos públicos acima da produtividade de toda a economia. Isto é chamado de produto potencial pelos economistas, isto é, o limite de forma agregada, de toda a economia, em função da medição dos níveis de produtividade. Estes níveis é que definem até aonde uma economia pode crescer sem gerar inflação, sendo que o que mais beneficia a respectiva expansão destes são justamente a expansão dos investimentos públicos e a redução da tributação, pois a repercussão se dá de forma direta sobre os preços da economia, beneficiando toda a cadeia produtiva.

A teoria da realocação da poupança interna tem como propósito a criação de um novo elemento teórico e operacional, para as finanças públicas, o qual não representa senhoriagem e nem criação de dívida pública, tendo na “quase extinção” da tributação uma das suas bases para a geração e difusão de ganhos de produtividade. Retirar da tributação o papel-chave da formação das finanças públicas é uma das metas essenciais do regime de finanças públicas baseado na moeda autônoma do Estado. O princípio que rege o sistema econômico, a partir deste sistema de finanças públicas, se baseia na lógica de que cada unidade de política fiscal expansionista é acompanhada de uma unidade de política monetária contracionista. Isto posto, fica demonstrado que a Autoridade Monetária desempenha papel de regular os níveis de liquidez, de forma concomitante ao fato da política monetária se instituir como um elemento integrado ao processo de formação da política fiscal.

A existência do Estado é dada pelo fato de existir a tributação, independente de ser o Estado mínimo ou máximo, pois a tributação é a fonte prioritária de formação de recursos públicos. Na estrutura aqui proposta, o conceito filosófico, científico e econômico introduzido diz respeito ao fato de que o Estado, com seus gastos e investimentos, vem a existir não pela razão de haver existido uma tributação prévia, e nem em razão de se ter criado uma dívida pública, ou simplesmente se ter emitido moeda, com esta moeda tendo vindo a ampliar a oferta de moeda. Mas, pelo contrário, através do reaproveitamento da própria quantidade de moeda que já estava em circulação, com o redirecionamento da liquidez para a execução de gastos públicos e investimentos públicos, atuando tanto na expansão da atividade econômica, quanto ao mesmo tempo sem vir a interferir nas posições de liquidez dos

---

moeda de valor equivalente deste mesmo volume administrado de depósitos à vista do referido banco comercial, se impede a vinculação da geração de novos depósitos à vista, por este banco comercial, em função do recebimento do depósito à vista do Banco Central.

portfólios bancários, isto é, sem promover “confiscos” nas contas correntes, ou mesmo reduções nos limites diários de saques destas mesmas contas correntes.

A relação causal entre moeda e Estado, pela teoria da realocação da poupança interna, em substituição à relação entre “Estado e moeda”, pela teoria convencional, se atém na reestruturação conjunta da determinação das finanças públicas e do provimento dos meios circulantes que é realizada pela teoria da realocação da poupança interna. Esta reestruturação do provimento dos meios circulantes diante do mecanismo de criação dos recursos do Estado pela regra de criação e destruição automáticas de moeda se diferencia da reinjeção da liquidez que fora drenada pela via da tributação e da emissão simples de numerário. A emissão simples de moeda, contabilizada como recursos do Estado, sob a forma de receitas de senhoriagem<sup>2</sup>, para a manutenção dos saldos monetários reais, fica a cargo de regras de expansão prevista para os meios circulantes, a exemplo da chamada regra de “programação monetária”, do Banco Central do Brasil. No entanto, pelas receitas de senhoriagem não existe uma exigência legal, de uma contrapartida de retirada de circulação, de um valor equivalente ao valor injetado, como no mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda.

As receitas de senhoriagem seriam, em tese, uma “permissão para o Banco Central emitir moeda”, à disponibilidade do Estado, dada a necessidade de reposição dos “saldos monetários reais”, no que tange a reposição do nível real da oferta de moeda, concernente ao atendimento do acréscimo da demanda de moeda que ocorrera em decorrência do crescimento da renda agregada. No caso, as receitas de senhoriagem não devolvem à circulação monetária, ao contrário da tributação, uma moeda que fora destruída, originada de fluxos reais de consumo, de produção e de renda, acrescida da tributação via impostos autônomos à renda, isto é, da tributação sobre o patrimônio.

O impacto da determinação das finanças públicas pela teoria da realocação da poupança interna sobre os meios circulantes se situa tanto na redução considerável da destruição de moeda pela via da tributação quanto pela posterior reinjeção dessa liquidez drenada pela tributação, sob a forma das execuções orçamentárias, ocorrendo geração de gastos públicos e de investimentos públicos para um mesmo nível de oferta de moeda, isto é, a principal regra de funcionamento das finanças públicas pela via da teoria da realocação da poupança interna se faz pela realização de depósitos à vista, referentes aos pagamentos das

---

<sup>2</sup> Com diferença significativa no que tange à utilização ostensiva de recursos de emissão monetária, sem qualquer contrapartida de retirada de valores equivalentes de circulação, caracterizando o conhecido fenômeno do “imposto inflacionário”.

execuções orçamentárias do Estado, sem haver expansão de meios de pagamentos em função da geração desses depósitos à vista do Banco Central, nos bancos comerciais<sup>3</sup>.

A teoria da realocação da poupança interna constrói uma relação entre a moeda e o Estado, sendo a moeda o meio de criação das finanças públicas de forma autônoma à tributação e à renda. A existência dos recursos do Estado passa a ser exercida com a estrutura de funcionamento que drena recursos da circulação monetária não pela via da tributação, ou pela colocação de títulos públicos no mercado, mas pela incidência de um regime próprio, específico de recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista. Promove-se um enxugamento de forma automática de recursos monetários equivalentes aos valores injetados para a determinação das finanças públicas. Os valores injetados em questão correspondem à realização de depósitos à vista, pelo Banco Central, nos bancos comerciais. Em razão disto, é que são recolhidos valores equivalentes, de forma automática, do montante administrado de depósitos à vista do banco comercial que recebera o depósito à vista do Banco Central. O procedimento referido corresponde à execução da criação e destruição automáticas de moeda.

Por esta estrutura, a moeda injetada com a retirada compulsória de um valor equivalente, do saldo de depósitos à vista dos bancos comerciais receptores dos depósitos à vista gerados pelo Banco Central, é o meio gerador das finanças públicas sem expandir a oferta de moeda, mas promovendo um ciclo de reaproveitamento da moeda que já está em circulação<sup>4</sup>. Elimina-se a necessidade de que o Estado extraia, de forma majoritária, recursos privados da produção e da renda agregada, também eliminando a necessidade do Estado vir a utilizar a criação de dívida pública e de emissão de moeda, sob os moldes do imposto inflacionário. A moeda é que passa a ser a “causa primeira” para o Estado, pois é a sua

---

<sup>3</sup> Por bancos comerciais, consideram-se todos os bancos múltiplos com carteira comercial.

<sup>4</sup> O conceito de reaproveitamento da moeda que já está em circulação representa o fato de que a determinação endógena da oferta de moeda reage aos estímulos das intervenções exógenas do processo de criação e destruição automáticas de moeda sob a forma da expansão do crédito direcionado para o setor produtivo, em detrimento às aplicações financeiras sob bases não-produtivas. Isto corresponde ao reaproveitamento da moeda que já está em circulação, pois o fato de se atrelar uma retirada automática de circulação, em valores equivalentes, para todos os valores gerados pelos depósitos à vista criados pelo Banco Central, nos bancos comerciais, se impede que haja expansão da oferta de moeda em relação a tais operações, da mesma forma em que o estímulo de renda induzido por estas mesmas operações (seja pela demanda, seja pela oferta) impele a atividade econômica, resultando num crescimento da demanda de moeda por razões de crescimento econômico. Nisto, a geração de moeda-crédito pelos bancos comerciais, em atendimento a esta demanda de moeda crescente, se origina, no primeiro momento, pelo redirecionamento do montante de depósitos à vista que já estava sendo administrado pelos próprios bancos comerciais. Num segundo momento, este ciclo de criação de moeda endógena (criação de moeda-crédito pelos bancos comerciais) passa a ser atendido pela conversão de agregados monetários que se apresentavam sob a forma de depósitos ociosos, isto é, depósitos vinculados a aplicações financeiras não vinculadas a setores produtivos, e que passam a ser gradativamente redirecionados para o crédito produtivo. A concessão do crédito produtivo vem gerar novos depósitos à vista, os quais correspondem a este processo endógeno de migração das formas não-produtivas dos agregados monetários para a criação de moeda em resposta ao crescimento econômico induzido pelas intervenções exógenas conduzidas pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central, junto aos bancos comerciais.

“realocação inicial”, pela sua criação e sua destruição automáticas, que executará as finanças públicas sem haver a expansão da oferta de moeda.

O redirecionamento da liquidez diz respeito à realocação da oferta de moeda existente, de modo a realocar a “moeda ociosa”<sup>5</sup> (sem vínculo direto com o setor produtivo) para a ampliação dos recursos monetários direcionados aos ciclos de produção e de gastos, sem representar quaisquer formas de imposição de “restrições” às contas correntes, no que viria a se configurar numa espécie de “tributação indireta”. A realocação da poupança interna se codifica neste sentido, isto é, os instrumentos de política monetária que determinam a formação “automática” da poupança pública, ao reestruturarem os canais de circulação da oferta de moeda, com o redirecionamento da liquidez para a determinação dos gastos e investimentos públicos, determinam o ritmo do crescimento da atividade econômica, de modo a expandir, de forma endógena, o investimento privado e a poupança privada. Os patamares finais, do ponto de vista agregado, atingidos entre investimento agregado e poupança agregada, resultam de toda a estrutura inicial de “criação automática” do investimento público e da poupança pública. Esta mesma estrutura inicial, de forma exógena, advinda da reestruturações de ordem monetária e tributária, irá influir no processo de crescimento econômico, que se dá justamente de forma endógena.

Realocação da poupança interna significa, de forma *exógena*, “reutilizar”, “reaproveitar”, e assim “realocar” a “poupança pública” que fora criada pela destruição

---

<sup>5</sup> Por moeda ociosa se dirige claramente à noção de depósitos à vista não direcionados para o crédito produtivo, além de toda a estrutura acumulada de agregados monetários, cuja formação provém de aplicações financeiras também não vinculada à estrutura produtiva da economia como base de acumulação de capital. A compressão sobre a liquidez, empregada no processo de execução das finanças públicas pelo instrumento da criação e destruição automáticas de moeda, ao realizar a geração de elementos de demanda agregada e de oferta agregada com a respectiva contrapartida da não-variação da oferta de moeda em relação à execução dos mesmos, induz à realocação de toda a esfera de liquidez, por parte dos bancos comerciais, por serem impelidos à criação de moeda-crédito em função do crescimento da demanda por crédito produtivo, como decorrência do crescimento da atividade econômica. De fato, por haver a retirada de circulação de recursos monetários equivalentes aos recursos injetados pelo Estado, pela incidência de um compulsório específico sobre o saldo de depósitos à vista, o sancionamento da moeda-crédito, por parte dos bancos comerciais, se origina justamente da realocação de depósitos à vista e de demais agregados monetários, que anteriormente estavam empregados em aplicações não direcionadas para áreas produtivas, para agora vir abastecer o impulso da demanda por moeda em função do maior giro da atividade econômica. Outro exemplo de moeda ociosa se faz pelo saldo ampliado de reservas bancárias dos bancos comerciais junto ao Banco Central, por razão da elevação proporcional da taxa tradicional de recolhimento de depósitos compulsórios sobre depósitos à vista para o enxugamento dos saldos ampliados de depósitos à vista, administrados pelos bancos comerciais, por decorrência da implementação do amplo regime de desonerações tributárias. Dos canais de circulação monetária, para fazer face à necessidade de liquidez, os bancos comerciais utilizam o mercado interbancário para o ajuste de seus portfólios, entretanto, o recurso de captação de recursos dos bancos junto ao Banco Central é um instrumento considerável para o provimento de liquidez. Neste sistema, a estrutura gerada inicialmente pela compressão de liquidez apresenta uma reformulação da trajetória de crescimento, a qual catalisa a criação de moeda-crédito, em sua fase *endógena*, proporcionando a realocação tanto do estoque de agregados monetários e de depósitos à vista quanto da captação de recursos junto às reservas bancárias tradicionais como meios de expansão da oferta de moeda-crédito.

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.

Por convenção da metodologia empregada pelo Banco Central do Brasil, a base monetária, com seu componente “reservas bancárias”, é incorporada no cômputo da dívida pública interna, entretanto, o crescimento da base monetária como decorrência do crescimento das reservas bancárias tradicionais, em função da ampliação do recolhimento compulsório tradicional, não representa “custos para o orçamento público”, pois apenas ocorre o lançamento contábil como exigência legal, mas não ocorrem transferências de recursos públicos para quaisquer formas de pagamentos de juros e amortizações.

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. Nas contas do Banco Central do Brasil existe a conta “Outros Depósitos no Banco Central”, a qual registra todos os recolhimentos dos depósitos compulsórios. 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 consumo, o investimento e a 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). O efeito-substituição, assim construído pela interação entre os efeitos preço e renda se expande pela ação dos rendimentos crescentes de escala, por força dos ganhos de produtividade<sup>6</sup>, não sendo somente uma “decisão de alocação sob formas ótimas”, mas uma lógica de “realocação de recursos ociosos” da economia, catalisadora de transformações endógenas a partir das transformações exógenas mencionadas, ou seja, de desonerações tributárias conjugadas a injeções de renda, sem haver expansões da oferta de moeda.

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.

O maior exercício de Economia Política a ser construído quanto à estruturação da teoria da realocação da poupança interna se dá em relação à sua hipótese: A possibilidade do Estado se auto-financiar a partir de sua própria moeda, sem depender da tributação, sem depender da criação de dívida pública e sem depender da utilização de receitas de senhoriagem, isto é, sem recorrer ao conhecido “imposto inflacionário” por não haver expansão da oferta de moeda por razão da criação dos recursos públicos. Esta é a hipótese correspondente ao objetivo geral da teoria da realocação da poupança interna: a “especificidade” da construção de instrumentos de política econômica e de planejamento econômico, a partir da reconstrução dos canais de circulação de moeda, para que a execução

---

<sup>6</sup> Fato este materializado pela mudança no patamar do investimento e do progresso técnico.

das finanças públicas, sem que ocorra a expansão atrelada da oferta de moeda, se converta num processo sistêmico de geração de ganhos de produtividade para toda a economia, e de também solidificação da redistribuição de renda. Isto corresponde à expansão dos investimentos públicos e dos gastos públicos (conduzindo a demanda agregada), inseridos numa estrutura de amplas desonerações tributárias sobre a cadeia produtiva. Pela lógica de Abba Lerner, acoplada à lógica de Kaldor, se permite expandir a renda agregada pela emissão de moeda, para a determinação das finanças públicas, ao mesmo tempo em que este crescimento da renda será convertido em crescimento da produtividade. Na aplicação do conceito-chave da “moeda autônoma do Estado”, a criação e destruição automáticas de moeda impedem que haja excesso de liquidez por força da injeção de moeda para a execução das finanças públicas, e se permite que a disseminação dos ganhos de produtividade seja dada, não apenas pelo encadeamento proposto por Kaldor (crescimento do produto induz ao crescimento da produtividade).

O primeiro objetivo específico da tese 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, referentes à execução conjunta da política monetária com a política fiscal, para a realização das finanças públicas sem promover expansões na oferta de moeda. 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 apresentados. A especificidade das inovações operacionais faz parte da própria especificidade do desafio proposto. Este objetivo corresponde ao fato do Estado deixar de depender da moeda advinda do setor privado, isto é, depender da arrecadação da parcela da renda privada para o Estado possuir acesso à sua própria moeda, isto é, o acesso à moeda que o próprio Estado criou.

O segundo objetivo específico da tese 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 prazo e também no longo prazo, cumprindo um papel ativo quanto à influência das variáveis nominais, monetárias, sobre as variáveis reais, isto é, não se caracterizando apenas como indutora da atividade econômica, a exemplo das injeções

tradicionais de liquidez, mas sendo a formadora direta dos elementos de finanças públicas, sem, todavia, incorrer na expansão de meios de pagamentos por força da criação dos recursos do Estado. A eficácia máxima da não-neutralidade da moeda é expressa através do fato de ser a política monetária a responsável 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 terceiro objetivo específico da tese, que descreve os resultados da teoria da realocação da poupança interna, é a proposição do 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 da tese podem ser assim resumidos através da construção de um redesenho das finanças públicas, com repercussões sobre a trajetória de crescimento econômico sob bases redistributivas de renda. 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. A redistribuição da renda se inicia pela reconfiguração da relação entre Estado e setor privado, em que o Estado passa a dispor de uma “moeda autônoma” em relação à tributação e à renda, não mais dependendo da tributação como o canal fundamental da criação de recursos públicos. A redistribuição da renda agregada, entretanto, assume um patamar acima da lógica inicial de reformulação das propensões marginais a consumir, poupar e investir, decorrentes das desonerações tributárias, avançando pela reestruturação da renda pessoal e funcional, com o favorecimento da expansão da participação do trabalho, em função de toda uma trajetória de crescimento viesada para a expansão da demanda de trabalho, dentro de uma estrutura de disseminação de ganhos de produtividade para a cadeia produtiva como um todo.

O quarto objetivo específico trata da elaboração de instrumentos normativos para a aplicação na economia brasileira, a partir do redesenho das finanças públicas pela moeda autônoma, na questão da regulação da participação do trabalho na renda funcional, ao lado de proposições normativas sobre a possibilidade de se instituir um regime de amortização para a dívida pública interna, através desta mesma “moeda autônoma do Estado”. A execução de todas as proposições normativas, para a economia brasileira, se instala sob a salvaguarda das principais referências jurídicas e operacionais da política fiscal e da política monetária brasileiras, no que se pode observar como parâmetros jurídicos das finanças públicas e do Sistema de Pagamentos brasileiro. As proposições normativas, como abrangem a regulação para o crescimento dos salários na participação da renda funcional, dentro das principais metas desta tese, se apresentam, em primeiro lugar, pela construção de um mecanismo de “subsídio para o crescimento do salário mínimo, conjugado à redução da jornada de trabalho, sem reduções de salários”. Em segundo lugar, a instituição de um regime de previdência pública que também cumpre a função de reduzir a oferta de trabalho (por permitir a redução do tempo de contribuição para a concessão dos benefícios) e de estar inserido na mesma estrutura de redução de custos para a cadeia produtiva, isto é, conforme a sequência de desonerações tributárias sobre a folha de pagamentos.

A não-neutralidade da moeda não se estrutura sob uma espécie de *premissa* dos clássicos, a qual consistiria numa verdade em si própria, dispensando qualquer verificação empírica, mas, dentro da própria metodologia empregada, o mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda, o qual determina a moeda à disposição do Estado para a execução conjunta da política fiscal integrada à política monetária, a não-neutralidade da moeda fica obrigatoriamente sendo “testada” diante de toda a estrutura de determinação da “moeda autônoma do Estado”.

A metodologia utilizada, descritivo-dedutiva, tem como base teórica o método do entrelaçamento teórico, trabalhado pelo professor Antonio Maria da Silveira, a partir do conceito de Indeterminação de Senior, o qual visa a impedir a formação do *vício ricardiano*, no que vem a ser a realização de prescrições normativas originadas de bases teóricas frágeis, não entrelaçadas com demais teorias afins e antagônicas, que representariam uma simples passagem do campo abstrato para o campo normativo sem haver o devido cuidado de averiguação das especificidades subjacentes, para a construção de uma nova teoria.

[...] O conhecimento econômico mostra-se indeterminado, não apenas em sua esfera mais pura ou abstrata, onde prevalece a lógica das teorias hipotéticas-dedutivas, mas também em sua esfera aplicada, onde formulações interdisciplinares mostram-se

indispensáveis. O vício ricardiano dos economistas, como analisado por Schumpeter (1986, pp.540, 541), é o hábito de ignorar esta indeterminação: *Eles [Senior, Mill e outros] quiseram apenas dizer que as questões de política econômica envolvem sempre tantos elementos não-econômicos, que seu tratamento não deve ser feito na base de considerações puramente econômicas (...) poder-se-ia apenas desejar que os economistas daquele (como de qualquer outro) período nunca se esquecessem deste toque de sabedoria – nunca fossem culpados do Vício Ricardiano* (SILVEIRA, 1999, p.1).

A estrutura da tese “Teoria da Realocação da Poupança Interna: moeda, Estado e aplicações para o caso brasileiro” é composta por três capítulos centrais, somados ao capítulo de Introdução e ao capítulo de Conclusões. No segundo capítulo, intitulado “Teoria da Realocação da Poupança Interna: fundamentos teóricos, metodológicos e operacionais” são descritos o papel da moeda neste processo de construção teórica, e de tal forma são descritos os empregos dos conceitos-chave desta teoria como os elementos responsáveis pelas transformações econômicas, resultantes da execução das finanças públicas pela integração direta da política fiscal com a política monetária.

No terceiro capítulo, intitulado “Moeda, Estado, Poupança e Produtividade: investimento e poupança sob a égide da Teoria da Realocação da Poupança Interna” são descritas as relações de causalidade entre “moeda e Estado”, “moeda e poupança” e “moeda e produtividade” como as relações causais específicas da teoria da realocação da poupança interna, as quais fundamentam a relação causal entre “investimento e poupança”. Neste capítulo são discutidas as análises do papel da moeda autônoma do Estado no processo de formação do investimento público, com a formação da poupança pública pela destruição automática de moeda, e as respectivas repercussões deste processo sobre as propensões marginais a consumir, sobre a integração da moeda vertical (exógena) com a moeda horizontal (endógena) e sobre a geração da produtividade como sendo o resultado do lado real da economia que lastreia as transformações de ordem monetária e tributária. Transformações da política econômica, capitaneadas pela integração direta do Tesouro Nacional com o Banco Central.

No quarto capítulo, intitulado “Teoria da Realocação da Poupança Interna: finanças públicas e políticas de emprego e renda à luz da especificidade histórica brasileira”, são descritas as proposições de ordem normativa, no que tange às áreas de finanças públicas, de emprego e de renda, tendo em conta um apanhado histórico dos instrumentos de política econômica brasileira para a verificação das possibilidades empíricas de implementação da teoria da realocação da poupança interna na economia brasileira. Na área de finanças públicas é analisada inicialmente a especificidade do uso de depósitos compulsórios ao longo da história brasileira, sobretudo, na utilização de um “depósito compulsório de 100%” na fase

inicial do Plano Real. O objetivo é demonstrar que a adoção de um compulsório sobre depósitos à vista neste percentual de 100% já possui respaldo histórico, empírico, na política econômica brasileira. Os outros aspectos das finanças públicas, para a aplicação da teoria da realocação da poupança interna, para o caso brasileiro, são as questões do federalismo ante as transferências constitucionais e as questões principais da Lei de Responsabilidade Fiscal e do Sistema de Pagamentos Brasileiro. Neste ponto é que se aplica o princípio da “criação e destruição automáticas de moeda” à regra de que “para toda despesa deva haver a comprovação da respectiva receita” e que se verifica a possibilidade de se executar “transferências online” dentro do Sistema de Pagamentos Brasileiro e sob qual forma de reserva bancária tais “Reservas Extra-Bancárias” seriam codificadas junto ao aparato jurídico e operacional do Banco Central do Brasil.

Na mesma estrutura de análise das finanças públicas são tratados o papel das propostas atuais de desonerações tributárias, o papel da formação das linhas de crédito público brasileiro (com destaques para o crédito rural e para o crédito habitacional) e o papel da dívida pública em relação ao processo de formação da poupança interna. Uma das questões principais para a averiguação das possibilidades de “mensuração dos limites permitidos” para a expansão da demanda agregada conduzida pelo Estado corresponde à identificação do produto potencial e da restrição externa da economia brasileira, tendo como melhor variável da restrição externa o processo de formação de reservas internacionais. Dentre os contrapontos teórico/instrumentais relacionados às políticas de emprego e renda se faz uma comparação do modelo de empregador de última instância, de Randall Wray, em relação à proposta de subsídio, pela teoria da realocação da poupança interna, para o aumento do salário mínimo, de forma conjugada à redução da jornada de trabalho, sem haver reduções nos salários. O papel do salário mínimo, do sistema de previdência pública e da redução da jornada de trabalho são os elementos fundamentais para a estruturação de um redesenho das finanças públicas pautado na redistribuição de renda, com a prerrogativa de fomentar o crescimento da participação do trabalho, na distribuição funcional da renda, todavia, sem incorrer na geração de custos para a cadeia produtiva, isto é, a reconfiguração das participações do trabalho e do capital pela mitigação da incidência do conflito distributivo de renda.

Nas conclusões é realizada uma análise de toda a proposta de execução das finanças públicas por meio da teoria da realocação da poupança interna, cuja meta é a capacitação do Estado em gerar recursos, sem extrair recursos privados e sem expandir a oferta de moeda. A redistribuição da renda é o objetivo maior de todas as transformações da política econômica, cujo papel da moeda se estende desde a geração original de recursos para o Estado, sem que

ocorra expansão monetária, passando pela reestruturação do processo de formação da poupança interna (como expressão da redistribuição da renda) e culminando na geração e difusão da produtividade. A produtividade é o ponto essencial aonde se observa que as transformações de redistribuição de renda foram dadas pelo crescimento econômico (emprego e renda) de forma desatrelada às expansões da demanda agregada que seriam conjugadas às variações nos níveis de preços.

## **2 TEORIA DA REALOCAÇÃO DA POUPANÇA INTERNA: FUNDAMENTOS TEÓRICOS, METODOLÓGICOS E OPERACIONAIS**

A teoria da realocação da poupança interna tem como metas a estruturação da capacidade do Estado de redistribuir a renda, e assim de realocar a poupança interna a partir da realocação da oferta de moeda, e a estruturação da capacidade de geração de recursos públicos sem estarem vinculados a expansões na quantidade de moeda, garantindo a manutenção do valor da moeda e transformando esses recursos em fontes propagadoras de ganhos de produtividade para toda a economia. O encadeamento exógeno, original, da determinação de recursos do Estado com a respectiva destruição automática de valores equivalentes, da circulação monetária, impele o crescimento da renda agregada sob um patamar de redistribuição do acesso a esta mesma renda, ou seja, o processo endógeno de criação da moeda-crédito é dado sob um processo de agregação de valor, cuja participação do trabalho na distribuição funcional da renda é expandida não apenas como resposta à redistribuição da tributação, favorável ao trabalho e à produção, mas como resultado de políticas públicas de promoção de crescimento dos salários na repartição da renda. O processo de formação da poupança interna representa justamente o grau de redistribuição da renda agregada.

### **2.1 Introdução**

O objetivo deste capítulo é a descrição dos fundamentos teóricos, metodológicos e operacionais que garantirão o princípio de que para a mesma oferta de moeda se realocam as decisões de gastos e de investimentos em favor dos gastos/investimentos públicos. Substitui-se a geração de uma demanda privada, expressa em unidades monetárias, em favor da criação de uma demanda do Estado, expressa sob as mesmas unidades monetárias. A função de conduzir o crescimento do produto e do emprego, sem gerar pressões sobre os preços, com a prerrogativa da redistribuição da renda, é assegurada pela manutenção do nível de oferta de moeda exógena em relação à criação das demandas do Estado e, sobretudo, pelo crescimento da produtividade como decorrência do crescimento do produto (seguindo a lógica de Kaldor) e como decorrência das sequências de desonerações tributárias sobre toda a cadeia produtiva.

## 2.2 Teoria da Realocação da Poupança Interna: programa de pesquisa científico e definição metodológica

O ponto de partida do processo de construção da Teoria da Realocação da Poupança Interna está no entrelaçamento teórico das *Finanças Funcionais* de Abba Lerner (1943), no *Orçamento Equilibrado* de Haavelmo (1945) e nos *Ganhos de Produtividade* de Kaldor (1966). Esta primeira assertiva a respeito do papel da moeda diz respeito à questão de que, para a teoria da realocação da poupança interna, a moeda gera as finanças públicas, a poupança e a produtividade. A emissão de moeda como a “causa primeira” do processo de formação das finanças públicas desencadeia um ciclo de transformações de ordem real, muito além da emissão original de papel-moeda para as necessidades de gastos e de investimentos do Estado. A moeda emitida corresponderá ao estabelecimento, de um lado, de gastos públicos e de investimentos públicos, e de outro lado, de receitas públicas e de poupança pública, envolvendo toda uma reestruturação dos canais de circulação monetária. Dentre as principais transformações se institui o mecanismo de “destruição automática de moeda”, o principal conceito-chave da teoria da realocação da poupança interna, por ser o mecanismo que define a forma pela qual o Estado passa a ser autônomo em relação à tributação e em relação à renda, para ter a possibilidade de criar recursos públicos pela emissão de moeda, ou pela reutilização de uma mesma moeda anteriormente destruída<sup>7</sup>, sem alterar, ou seja, sem expandir a quantidade de moeda em circulação.

Desta capacidade de reger a criação e a destruição automáticas de moeda é que se constrói o eixo de análise “moeda, Estado, poupança e produtividade”. A necessidade de descrever e de se confrontar teorias afins e antagônicas em relação a este eixo de análise emerge como expansão ao eixo original das finanças funcionais, do orçamento equilibrado e dos ganhos de produtividade. A primeira fundamentação teórica, parte da proposição de Abba

---

<sup>7</sup> A reutilização da moeda anteriormente destruída corresponde à utilização da moeda depositada nas Reservas Extra-Bancárias para a realização de novos depósitos à vista, referentes à execução de gastos públicos e/ou de investimentos públicos. Esta moeda anteriormente destruída é justamente o valor equivalente à moeda que fora injetada (sob a forma de depósitos à vista) para as funções de gastos públicos e/ou de investimentos públicos, tendo sido retirado de circulação e depositado em uma conta externa à base monetária, de movimentação exclusiva do Tesouro Nacional. Cabe frisar, que a drenagem de um valor equivalente ao valor gerado pelos depósitos à vista do Banco Central, nos bancos comerciais, é realizada sobre o montante de depósitos à vista administrado pelos bancos comerciais que recebem os depósitos à vista do Banco Central. É de extrema relevância ressaltar o fato de que a retirada de circulação de um mesmo valor do depósito à vista gerado pelo Banco Central não são os “mesmos recursos” que o Banco Central depositou em um banco comercial, mas um “valor equivalente”, isto é, uma quantidade idêntica em valor, retirada do mesmo montante de depósitos à vista administrado pelo banco comercial em questão, para que não haja um “maior volume” de recursos monetários à disposição desse mesmo banco comercial. Deste modo, impede-se a realização de uma alavancagem pelos bancos comerciais que seria dada em função da captação desses depósitos à vista do Banco Central, sem ter ocorrido a aqui mencionada “destruição automática de moeda”.

Lerner que as finanças públicas sejam geridas pela emissão de moeda como instrumento de criação de recursos públicos e da tributação como instrumento de enxugamento da moeda e de equilíbrio do sistema; da proposição de Haavelmo de que os valores injetados na economia sob a forma de gastos públicos sejam idênticos aos valores anteriores que foram tributados, de modo que a economia cresça numa estrutura de multiplicador de gastos de valor 1; e pela proposição de Kaldor, que o crescimento da produtividade advém do crescimento anterior do produto, e não o contrário, somado à prerrogativa de que as relações de causalidade de uma teoria geralmente são explicadas por *atos estilizados* desta própria teoria<sup>8</sup>, isto é, as particularidades da capacidade de explicação das relações causais de uma teoria se explicam em função das particularidades do desafio proposto e dos instrumentos específicos da própria teoria, em que leis gerais e universais, de fora das especificidades referidas, não são capazes de explicar e assim de “testar” os fundamentos, se desconsiderados os *atos estilizados* de uma teoria.

A teoria da realocação da poupança interna abrange explicitamente estes conceitos de Abba Lerner, de Haavelmo e de Kaldor para poder construir conceitos-chave cuja missão é a codificação e a descrição dos mecanismos específicos que explicitarão como a moeda pode ser emitida, destruída e em seguida reaproveitada para novas injeções de gastos públicos e de investimentos públicos, com fins à geração de ganhos de produtividade e à redistribuição da renda agregada<sup>9</sup>. A conexão, aparentemente contraditória, e até de certo modo inédita na literatura econômica, entre Abba Lerner, Haavelmo e Kaldor, tem a ver com o fato de que o propósito da construção de um sistema de finanças públicas a partir da emissão de moeda (no primeiro momento) e das sucessivas reutilizações da moeda (ciclos de criação e destruição automáticas de moeda) se fundamenta nas ideias originais de Knapp (1924 [1905]) e Abba Lerner (1943) (na questão da moeda cartalista, que garante a primazia do Estado para instaurar seu orçamento por meio da emissão de moeda), mas que se respalda na noção de orçamento equilibrado, de Haavelmo, por garantir que os fluxos de criação e destruição automáticas de moeda sejam fluxos de injeções e de vazamentos simultâneos, automáticos, de

---

<sup>8</sup> No caso em questão se dá a própria particularidade de se implementar um regime de finanças públicas através do mecanismo de criação e destruição automática de moeda, que por seu ineditismo, não se aplica a testes mediante a utilização de séries históricas por exatamente não haver séries históricas em relação à sua execução. Evidencia-se que a especificidade o desafio teórico e instrumental é a própria razão da construção dos elementos teóricos com a respectiva apresentação de instrumentos normativos provenientes da mesma base teórica apresentada.

<sup>9</sup> Injeção de investimentos públicos e de gastos públicos, dentro de um amplo regime de desonerações tributárias, o qual induz à mudança do patamar da escala de produção, pois apenas não se expande a demanda agregada, por força exógena, mas essa absorção de um maior nível de renda é dada sob a égide de reduções expressivas de custos de produção, pela mudança do foco da tributação.

renda, havendo a não-variação da oferta de moeda em relação a estes fluxos, da mesma forma em que também haja o “equilíbrio orçamentário”, ou seja, o “equilíbrio fiscal”. Todavia, sendo alcançado não mediante a tributação, mas mediante ao conceito-chave fundamental de “destruição automática de moeda”.

Kaldor se insere nesta lógica por diversas razões, a serem delineadas ao longo dos três capítulos desta tese, sendo a principal referência teórica no que tange à verificação dos resultados da construção da teoria da realocação da poupança interna. Refere-se à observação da “produtividade” como o principal resultado, o resultado garantidor do “lastro fiduciário” de toda a moeda emitida inicialmente e que percorrerá todos os caminhos no sentido não apenas da estruturação das finanças públicas, de modo autônomo à tributação e à renda, mas no sentido de conceber o processo de reestruturação, denominado de realocação da poupança interna, por representar um processo de redistribuição da renda agregada atrelado à manutenção do valor da moeda. Ou seja, atrelado a expansões das quantidades sem expansões dos preços por haver a produtividade como o elemento capacitador da oferta agregada, além da prerrogativa inicial da não-variação da oferta de moeda em relação às injeções de gastos públicos e de investimentos públicos.

A legitimidade da proposição do emprego da política monetária como instância de criação e de regulação dos recursos do Estado, em substituição aos fluxos monetários provenientes da tributação, está no fato de que o Estado deixa de depender da arrecadação de parcela da renda privada, ao mesmo tempo em que a regulação não apenas das finanças públicas, mas de todo o sistema financeiro passa a se originar do mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda. A criação e destruição automáticas de moeda vêm a se instituir como o processo de geração de recursos públicos, sem expansão da oferta de moeda, e como um instrumento automático, propriamente dito, de impedimento de deflagração de crises de liquidez.

O gerenciamento das finanças públicas, ao ser acoplado ao gerenciamento da liquidez, faz com que seja neutralizada a maior parte das instabilidades<sup>10</sup> do sistema financeiro<sup>11</sup>. A

---

<sup>10</sup> Por se impor um processo gradual de redução da “moeda ociosa” associada à dívida pública e “capital fictício” na maior parte da composição dos portfólios bancários.

<sup>11</sup> Ocorre uma pressão sobre a alavancagem tradicional dos bancos, até então praticada inicialmente a partir da captação de depósitos à vista e a prazo, além de outros ativos do mercado financeiro. Com a compressão sobre a liquidez atuando no papel de vazamento de renda, em substituição à tributação, em sua maior parte, são reestruturadas as posições de liquidez dos bancos comerciais. Dada esta nova realidade sistêmica, a reconfiguração da liquidez direcionada para a atividade básica de alavancagem começa a migrar para as novas frentes de rentabilidade, pelo atendimento à demanda crescente por crédito produtivo e de consumo, impulsionada por novos agentes. A nova trajetória de crescimento econômico passa a pressionar o sistema financeiro por moeda-crédito. Para um sistema financeiro sob um aperto de liquidez em função da aplicação de um regime de recolhimento compulsório automático à realização de todo depósito à vista realizado pelo Banco

criação e a destruição automáticas de moeda tornam os gastos públicos e os investimentos públicos os elementos iniciais do processo de circulação monetária, pelo fato de que os instrumentos de política monetária (pela atuação de dois recolhimentos compulsórios específicos sobre os depósitos à vista) substituem todo o processo de formação da poupança pública e da poupança privada que era realizado pela tributação, dando lugar a uma estrutura de atuação conjunta do Tesouro Nacional com o Banco Central. A demanda proporcionada pelos gastos públicos e pelos investimentos públicos determina originalmente não apenas a demanda agregada, mas atua na função de regular os ciclos de liquidez de todo o sistema bancário-financeiro, no momento em que a contrapartida da destruição automática de moeda existe como uma exigência para a manutenção do valor da moeda, da mesma maneira que se impede que a multiplicação de depósitos à vista seja dada de forma desenfreada<sup>12</sup>. A criação e a destruição automáticas de moeda estabelecem a lógica de que a alavancagem de depósitos à vista comandada pelo Tesouro Nacional se enraíza como o regulador automático da alavancagem de depósitos à vista comandada pelos bancos comerciais.

O papel da moeda, neste processo, deriva da demonstração de que o emprego da política monetária, como instância de determinação das finanças públicas, além da proposição original de Abba Lerner (1943), como meio de criação de recursos públicos, se evidencia como uma esfera de regulação de todo o sistema financeiro. A moeda não só se estabelece como elemento gerador das finanças públicas, mas também passa catalisar a formação da poupança e da produtividade, como elementos finais do processo. A lógica cíclica de criação e destruição automáticas de moeda vem a conceber a administração das finanças públicas pela constatação do papel das variáveis monetárias na determinação das variáveis reais. A demanda do Estado é que origina e faz girar a demanda privada. A própria noção de realocação da poupança interna exprime o sentido de “fazer a roda girar”. É a noção de que a

---

Central, se somam pressões por linhas de crédito, que resultaram da indução ao crescimento econômico. Estas pressões, para um sistema financeiro sob a égide de um aperto de liquidez, impelirão à reestruturação, à realocação das posições de liquidez dos portfólios financeiros na direção do atendimento da moeda-crédito, respaldada no subjacente processo de agregação de valor, sob bases redistributivas de renda.

<sup>12</sup> O mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda impõe uma contração monetária para o sistema financeiro como um todo, de modo a substituir a compressão sobre a renda, sobre o consumo e sobre a produção, realizada pela tributação. No lugar do vazamento de renda da tributação se emprega uma compressão sobre a liquidez, assim substituindo o fluxo monetário da tributação, que deixa de haver a respectiva destruição de moeda, pela via da tributação, em favor do aperto monetário, o qual impelirá a realocação dos agregados monetários e dos depósitos à vista ociosos na direção da expansão do crédito vinculado à atividade produtiva. Nisto, a reconfiguração das posições de liquidez, dentro da estrutura de “realocação da moeda ociosa”, se insere numa perspectiva de regulação da alavancagem de agregados monetários sob bases estritamente financeiras, para o gradativo redirecionamento desta liquidez, para a geração de moeda-crédito, dadas as novas condições de rentabilidade das concessões do crédito, face à própria estrutura de redistribuição da renda agregada, com a ampliação dos agentes demandantes do crédito para a produção e para o consumo.

capacidade do Estado de criar recursos e de destruir recursos equivalentes da circulação monetária se justifica pela necessidade de manutenção do valor da moeda, ao mesmo tempo em que repercute na ampliação da também capacidade do setor privado de se beneficiar pelo advento da produtividade e pela mudança de preços relativos, dado o amplo espectro de atuação das sequências de desonerações tributárias, propiciadas pela execução deste regime de finanças públicas.

Preços estes, resultantes da eliminação da tributação em sua maior parte, acrescida da própria indução ao crescimento da renda, proveniente da injeção de gastos públicos e de investimentos públicos sem ter havido a retirada clássica, antecipada, de recursos da coletividade por meio da tributação. O papel da regulação do sistema financeiro, além do papel de determinação das finanças públicas, permite expandir o raio de atuação da teoria da realocação da poupança interna para além do eixo Abba Lerner, Haavelmo e Kaldor. O método do entrelaçamento teórico pode também ser entendido como uma forma de convergência teórica, dado que quando é possível construir uma teoria a partir da confluência de elementos de teorias de campos distintos, se pode, com isto, codificar a capacidade de construção de “semelhanças de propósitos”, no que até então era apenas observado como teorias conflitantes, sem quaisquer perspectivas de identificação de pontos comuns. O melhor exemplo a ser tratado a tal respeito condiz à questão da proposição de finanças públicas de Abba Lerner em relação à proposição de finanças públicas de Haavelmo. Para Abba Lerner as finanças públicas surgem de fluxos de emissão de moeda e são equilibradas por fluxos de tributação. Para Haavelmo (1945), as finanças públicas surgem de fluxos de tributação e são equilibradas por fluxos de gastos públicos. Para ambos, mesmo sendo de campos de pesquisa antagônicos, a busca pelo assim “equilíbrio das finanças públicas” é feita pela noção da existência de fluxos de injeções e de vazamentos de renda, por mais que ambos não utilizem este conceito e por mais que ambos também proponham aplicações absolutamente opostas para o emprego da tributação.

A questão fundamental para a construção da teoria da realocação da poupança interna se faz pela evidência científica e histórica da capacidade de proposição do “uso da emissão de moeda”, como em Abba Lerner e da necessidade de se estabelecer canais para alcançar o “equilíbrio entre injeções e vazamentos” para a estruturação das finanças públicas, tanto em Abba Lerner (1943) como em Haavelmo (1945). Ou seja, o equilíbrio tanto para Abba Lerner, como para Haavelmo, é promovido pela “destruição de moeda”. Destruição de moeda resultante da tributação, com o antagonismo decorrendo da ocorrência da aplicação da tributação, se no início do processo, como em Haavelmo, ou no final do processo, como em

Abba Lerner. A teoria da realocação da poupança interna se estrutura justamente como a teoria que retira da tributação a função de equilibrar as finanças públicas e como a teoria que apresenta a destruição de moeda como elemento de diferenciação operacional. Ao transformar a “destruição de moeda” em “destruição automática de moeda” e por conferir à política monetária o papel de destruição de moeda que convinha à política fiscal. A transformação da destruição de moeda em “destruição automática de moeda”, o principal conceito-chave desta teoria, representa a construção operacional de instrumentos da política monetária para capacitar a própria política monetária na execução da função da política fiscal, sempre com a principal ressalva da não-variação da oferta de moeda em relação à injeção de gastos públicos e de investimentos públicos.

O programa de pesquisa científico resulta, então, da aglutinação de teorias afins de um mesmo campo de pesquisa, somadas à contraposição de teorias antagônicas (em termos de resultados e de hipóteses) em relação a este mesmo campo. Isto, como cumprimento do entrelaçamento teórico. De tal modo se estabelece o eixo de análise do qual se extrairão os conceitos a serem contrapostos para a construção das bases teóricas. Pela construção destas bases teóricas, devidamente entrelaçadas em relação ao programa de pesquisa científico, se possibilita a prescrição de conclusões normativas, pois a elaboração de “prescrições normativas” se fundamenta por não resultar diretamente do plano abstrato para o plano normativo, mas da contraposição de conceitos afins e contraditórios com fins à elaboração de conceitos próprios de uma teoria, referentes às também proposições normativas próprias da mesma teoria. A meta é impedir que conclusões normativas sejam derivadas de premissas do campo abstrato, sem haver a devida contraposição da base teórica proposta com demais teorias afins/antagônicas e sem haver o aspecto da comprovação histórica, empírica, de elementos normativos construídos a partir da teoria em questão.

O entrelaçamento teórico é o meio de se impedir a formação do chamado “vício ricardiano”. O vício ricardiano é uma expressão cunhada por Schumpeter (1986), a qual define a prescrição de conclusões de cunho normativo originadas de bases teóricas frágeis, não entrelaçadas com demais teorias do mesmo campo de análise e de campos antagônicos, as quais se baseiam no uso abusivo de “premissas”. Premissas essas, determinantes na elaboração das respectivas conclusões normativas provenientes de tais teorias, isto é, conclusões baseadas em premissas por se advogarem como sendo “verdades absolutas”, que dispensam a comprovação empírica, histórica. Tal crítica se referia enfaticamente à questão da utilização maciça do método hipotético-dedutivo, “a-histórico”, pela Economia Política Clássica, tendo em David Ricardo (1988 [1817]), um expoente representativo deste método.

Nas palavras do Professor Antonio Maria da Silveira, o parâmetro teórico que deve ser respeitado para se evitar o vício ricardiano é o princípio da Indeterminação de Senior: “*as proposições da economia abstrata, não importando a generalidade ou verdade que encerrem, não autorizam conclusões normativas, mas não podem ser ignoradas. A economia aplicada positiva pressupõe as teorias abstratas da economia, assim como, em relevância variável, outras ciências sociais. Conclusões normativas – sob a forma do que não pode ser feito – são deriváveis das proposições da economia aplicada, mas são qualificáveis pelas especificidades do caso em questão*” (SILVEIRA, 1991, p.79). O eixo de análise “moeda, Estado, poupança e produtividade” é construído justamente para a fundamentação do emprego da moeda para as funções de criação dos recursos do Estado, sem estarem atrelados a expansões na própria oferta de moeda. Para que isto se materialize, se faz necessário que tais recursos assumam a função de “poupança pública” e a função de indutores da geração de “produtividade”, dadas às respectivas induções ao crescimento do produto e às possibilidades de promoção de desonerações tributárias como contrapartida para o lado real da economia.

Este programa de pesquisa científico, que reúne as principais teorias afins e antagônicas, a serem contrapostas e entrelaçadas cumpre o papel da análise sequencial “moeda, Estado, poupança e produtividade” para fundamentar a relação entre “investimento e poupança”. A sequência em questão prescreve que a moeda gera o produto, a poupança e também a produtividade. A moeda, dentro deste redesenho das finanças públicas, se institui como instrumento regulador das instabilidades sistêmicas da dinâmica econômica relacionadas à dívida pública. Ou seja, o redesenho fundamenta a moeda como elemento gerador das finanças públicas e como elemento estabilizador do sistema bancário-financeiro, dado que a gestão integrada da política fiscal com a política monetária, isto é, do Tesouro Nacional com o Banco Central determina, em conjunto, as execuções orçamentárias (lado fiscal) em meio à regulação dos fluxos de liquidez (lado monetário). Assim, esta gestão econômica integrada atua tanto como instrumento de manutenção do valor da moeda, como impeditivo de formações de bolhas de liquidez, por um lado, ou de “vácuos de demanda”, por outro, como resultado de “empoçamentos” de liquidez, originados quando são deflagrados os quadros crônicos de incerteza dentre os principais agentes do sistema financeiro.

O programa de pesquisa científico abrange a linha de pesquisa sobre a *Indeterminação de Senior*, do professor Antonio Maria da Silveira (1991) (definição do método do entrelaçamento teórico), Schumpeter (1986) (vício ricardiano), Abba Lerner (1943, 1947, 1951) (finanças funcionais), Knapp (1924 [1905]) (moeda cartalista), Keynes (1982 [1936]) (preferência pela liquidez, na questão do conceito de “depósitos ociosos”;

preponderância do investimento sobre a determinação da renda e da poupança), Victoria Chick (1993, 1994) (fundos rotativos; estágios de desenvolvimento bancário), Haavelmo (1945) (orçamento equilibrado), David Ricardo (1988 [1817]) (equivalência ricardiana), Kaldor (1945, 1957, 1961, 1966, 1981, 1986) (leis de Kaldor; fatos estilizados; moeda endógena e ganhos de produtividade), Thirlwall (1979, 1983) (restrição externa, em conjunto à chamada Lei de Kaldor-Thirlwall), Randall Wray (1990, 2003 [1998], 2007) (moeda vertical integrada à moeda horizontal; modelo de empregador de última instância), Marx (1983, 1996) (superacumulação de capital; relação entre trabalho pago e trabalho não-pago para a formação dos salários), Minsky (1957, 1986 (regulação do sistema financeiro), Alain Parguez (2003), Arena, R. (1985, 1996), Augusto Graziani (1985, 1989), Bernard Schmitt (1988), Jean Cartelier (1980), Marc Lavoie (1987, 1992, 1994, 1996) e Randall Wray (1996) (Teoria do Circuito Monetário), Robert Boyer (1990) e Michael Aglietta (1984, 1998) (ponte metodológica entre Keynes e Marx, promovida pela Teoria da Regulação, na questão da relação salarial e da ponte entre moeda e produtividade).

Das sequências de entrelaçamentos/contraposições entre os conceitos-chave da teoria da realocação da poupança interna e os conceitos das teorias pertinentes ao programa de pesquisa científico tem-se a sequência inicial, referente aos conceitos de moeda de Knapp, Abba Lerner, Ricardo e Keynes, se extraindo as contraposições entre a abordagem cartalista da moeda, a moeda na estrutura das finanças funcionais, a visão clássica de neutralidade da moeda, de Ricardo, e o conceito de preferência pela liquidez de Keynes.

Na questão do conceito de orçamento público e de respectiva formação da poupança pública se contrapõe o conceito-chave de “equilíbrio fiscal permanente”, que corresponde à realização do orçamento equilibrado, não resultante da tributação, mas da destruição automática de moeda, em relação aos conceitos de orçamento público e de poupança pública de Keynes (déficit público keynesiano), de Ricardo (equivalência ricardiana) e de Haavelmo (orçamento equilibrado). A ponte entre a poupança pública (exógena) e a poupança privada (endógena) se dá pela mesma ponte entre a moeda vertical e a moeda horizontal, ou seja, transformações exógenas que determinam transformações endógenas. Dentre os integrantes da corrente da moeda vertical integrada com a moeda horizontal, se destacam Randall Wray e Minsky. Do outro lado, como exemplos de expoentes da moeda endógena, se encontram Kaldor e Marc Lavoie. A descrição e a contraposição entre estas correntes se situa no cumprimento do entrelaçamento teórico para a construção dos fundamentos da teoria da realocação da poupança interna, em relação ao papel da moeda vertical e da moeda horizontal como elemento de geração endógena da poupança (em termos agregados) e da produtividade

como transformação maior, isto é, o lastro real dos novos patamares de redistribuição de renda.

Na questão ainda da formação da poupança por meio dos investimentos públicos regidos pela moeda autônoma do Estado, se defrontam os conceitos de Victoria Chick (1993, 1994), de fundos rotativos e de estágios de desenvolvimento bancário. Estes conceitos são aproveitados para a teoria da realocação da poupança interna através da codificação do mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda como sendo um “fundo rotativo do Estado”, por serem os recursos criados pela determinação de depósitos à vista pelo Banco Central, com a correspondente destruição de recursos equivalentes a estes depósitos, advindos dos saldos de depósitos à vista do banco comercial receptor do depósito do Banco Central. Isto demonstra que a instituição da “poupança pública” se faz já na esfera do *finance*, na esfera onde os bancos captam depósitos entre si, sendo que o Estado interfere no processo de criação de depósitos à vista sem, no entanto, promover alterações nas condições de liquidez do sistema bancário-financeiro. Esta característica de intervenção integrada entre o Tesouro Nacional e o Banco Central funciona também, dentre os conceitos de Victoria Chick, numa espécie de novo “estágio de desenvolvimento bancário”. O processo de formação da poupança agregada, como decorrência da “alavancagem de depósitos à vista comandada pelo Tesouro Nacional”, que se traduz na “realocação da moeda ociosa” do sistema bancário-financeiro, é entrelaçado aos conceitos de preferência pela liquidez, de Keynes (1982 [1936]); de superacumulação de capital, de Marx (1983, 1996); e de fragilidade financeira, de Minsky (1986).

As desonerações tributárias empreendidas pela teoria da realocação da poupança interna se inserem no processo de formação das poupanças individuais, no que tange ao aspecto das “propensões marginais a consumir”. O entrelaçamento teórico neste sentido se faz em relação aos conceitos de propensões marginais a consumir, desenvolvidos por Keynes, Haavelmo e Kaldor. As desonerações tributárias, especialmente às referentes sobre o “valor agregado”, também influenciam a questão da “poupança externa”. A captação de poupança externa (déficit em conta corrente do balanço de pagamentos) sofre influência das desonerações tributárias sobre toda a cadeia produtiva, com destaque às desonerações tributárias sobre o valor agregado, pois a “modificação dos preços relativos” da economia acaba por alterar tanto as “propensões a importar” como também afetam positivamente as exportações<sup>13</sup>, para uma dada taxa de câmbio<sup>14</sup>.

---

<sup>13</sup> A estrutura aqui construída se refere à reformulação dos custos de produção como diferenciador do bem nacional no mercado internacional, entretanto, manipulações monetárias e cambiais de diversos países, com

A reestruturação dos preços relativos em razão de desonerações tributárias de amplo alcance sobre o consumo, o investimento e a produção promove naturalmente um “barateamento relativo” dos bens e serviços nacionais em relação aos importados. O resultado se traduz num “aumento da demanda por bens nacionais” em relação à demanda pelos bens importados. Isto se dá tanto no sentido de reduzir as importações, como também no sentido de se estimular as exportações. As reduções dos custos de produção, pelo canal das desonerações tributárias, são o principal fator de favorecimento ao estímulo à demanda por bens nacionais em contraponto à demanda por bens importados sem se recorrer ao canal da desvalorização cambial.

O balizamento, por assim dizer, o entrelaçamento teórico da teoria da realocação da poupança interna em relação ao aspecto da poupança externa, tem em Thirlwall (1979, 1983) o seu principal representante. Thirlwall, ao lado de Kaldor, explorou o papel das exportações como eixo vital da economia, como instrumento de redução dos estrangulamentos do balanço de pagamentos. Kaldor defendia que a indústria era o principal agente capaz de estimular as exportações, por justamente ser o principal ente de geração e propagação da “produtividade” para o restante da economia. A reestruturação de preços relativos, empreendida pela teoria da realocação da poupança interna, cumpre as metas de Thirlwall e de Kaldor tanto para a geração da produtividade, quanto para o estímulo às exportações, por estimular a “demanda externa” pelos bens nacionais dado ao “barateamento relativo” dos bens e serviços nacionais no mercado mundial.

Toda a estrutura de desonerações tributárias se insere na relação de causalidade entre “investimento e poupança” por conta das já expostas reduções dos custos de produção e dos preços finais, que impelem a execução do investimento privado. Este é um exemplo de geração de poupança privada (endógena) como consequência da geração da poupança pública (exógena) por meio da moeda autônoma do Estado. A poupança privada, em sua fase final do *fundings*, é por si o resultado da maturação do investimento privado anterior, que fora impelido pelas inúmeras razões de aplicação dos instrumentos da teoria da realocação da poupança interna, seja pelas reestruturações dos preços relativos favoráveis ao investimento, seja pelo

---

intuitos protecionistas, são o principal elemento de anulação desta reestruturação de ordem real, no que tange o oferecimento de preços competitivos internacionais.

<sup>14</sup> O benefício às exportações não se dá pela via da influência sobre a taxa de câmbio, mas por haver uma ampla desoneração da carga tributária para os bens e serviços domésticos. Não se trata de uma desoneração tributária apenas sobre as exportações, como já vem sendo implementado na economia brasileira, se refere à desoneração tributária sobre toda a cadeia produtiva, promovendo uma redução expressiva de custos de produção, e se estabelecendo como diferencial natural para a oferta dos bens exportáveis no mercado internacional.

próprio crescimento da renda agregada que estimulava a realização de diversos novos investimentos privados.

O tratamento referente ao papel da produtividade não provém somente de Kaldor, mas encontra na Escola da Regulação, tendo em Robert Boyer e em Michael Aglietta exemplos dos principais expoentes teóricos, uma das fontes de proposição de aplicação de instrumentos normativos, referentes ao respaldo de “políticas públicas” com base na “confiança na moeda” e de “políticas públicas” e “regulação salarial”, que se baseiam na questão da produtividade como base para a elaboração de políticas salariais, sobretudo, no papel central da participação dos salários na distribuição funcional da renda. No caso, o entrelaçamento da teoria da realocação da poupança interna se faz pela integração da relação causal “moeda e produtividade” com a relação causal “produtividade e salário”. Neste mesmo ramo de mercado de trabalho, porém na escola pós-keynesiana, se encontram os trabalhos de Randall Wray, que buscam resgatar as bases das finanças funcionais de Abba Lerner para a construção de um “modelo de empregador de última instância”. O entrelaçamento teórico tem exatamente esta missão: permitir que se construam instrumentos normativos, advindos de bases teóricas devidamente confrontadas/entrelaçadas, para que não se promovam políticas públicas com a passagem direta do campo abstrato para o campo normativo, tendo sido “ignoradas” as correntes afins/antagônicas que dariam sustentações metodológicas adequadas para o propósito de construção teórica.

### **2.3 Teoria das Finanças Funcionais e a Teoria da Realocação da Poupança Interna: a gênese a partir de Knapp e Abba Lerner**

A visão de finanças públicas de Abba Lerner, denominada de *Finanças Funcionais* (1943), foi a primeira sistematização, assim dizendo, da noção original do conceito de *moeda cartalista* formulada por Knapp, em 1905. A formulação de Abba Lerner partia de uma noção intuitiva de aplicação de um conceito físico de “vasos comunicantes” para a regulação dos fluxos de renda para a determinação das finanças públicas. Nessa visão, os impostos teriam a função de equilibrar não o orçamento, mas o sistema econômico como um todo. Desta maneira, o crescimento da arrecadação tributária viria a ser proporcional não apenas ao crescimento da atividade econômica em si, mas também à injeção inicial de moeda, emitida para o propósito de execução dos gastos públicos e dos investimentos públicos.

Na estrutura de Knapp, o verdadeiro valor da moeda não estaria no fato de se promover a cunhagem atrelada a qualquer metal precioso<sup>15</sup>, mas ao poder do próprio Estado de regular os fluxos de injeção e de retirada desta moeda de circulação, isto é, o valor da moeda estaria associado à figura do Estado como sendo o centro de sua criação e de seu regresso. A capacidade do Estado de retirar a moeda de circulação é que determinaria o seu lastro real, por força de lei, ou seja, o seu “lastro fiduciário”. A imposição de impostos, neste caso, seria a grande prerrogativa do Estado de promover o retorno da moeda para o Estado. Os fluxos de injeção e de retirada de circulação, tendo o Estado como o seu eixo central, foram classificados por Knapp respectivamente como “apocêntricos e epicêntricos”. A regulação desses fluxos, numa lógica assim de “vasos comunicantes” é que determinaria o valor da moeda, isto é, a capacidade do Estado de emitir moeda associada à capacidade deste Estado de impor tributos.

No sistema de finanças públicas de Abba Lerner, sendo este um considerável seguidor de Knapp, as receitas do Estado seriam determinadas pela emissão de papel-moeda, no que se concebe hoje como “receitas de senhoriagem”, enquanto que a tributação teria seu papel deslocado para o final do circuito, para cumprir a função de destruição de moeda. A tributação deixaria assim de ser o instrumento de criação de receitas públicas para ser o instrumento “garantidor”, “determinador”, do “valor fiduciário” da moeda.

A tributação seria o meio para a manutenção da estabilidade de preços, dado que essa noção de “vasos comunicantes” compreenderia uma noção de crescimento econômico conduzido pelo Estado, em que o “equilíbrio macroeconômico” seria alcançado em função da premissa de que o volume de recursos monetários a ser tributado, seria o exato volume de moeda que o próprio Estado havia emitido para a realização dos gastos e dos investimentos públicos. Isto posto, dentro de uma estrutura de grande fervor das ideias keynesianas, nas décadas de 40 e 50, de se atingir o pleno emprego, por meio da ideia de promoção de “déficits públicos”, os quais seriam, *a fortiori*, eliminados pela restauração do equilíbrio das Finanças Públicas em função do crescimento da “arrecadação tributária” em decorrência do crescimento econômico (LERNER, 1943, p.354).

---

<sup>15</sup> A moeda cartalista, de tal modo denominada por Knapp, em 1905, consistia no conceito de que o Estado era o único ente capaz de determinar o valor da moeda, e não a atribuição do valor desta à vinculação com qualquer metal atrelado à sua cunhagem, como era o caso do ouro. O cartalismo se levantava, então, em contraposição ao metalismo, e procurava sistematizar os primeiros rascunhos a respeito de como a moeda teria seu lastro assegurado pelo Estado, isto é, a determinação do “lastro fiduciário” por força de lei, o qual dispensaria a necessidade de qualquer metal para a atribuição do “valor” para a existência da moeda. O Estado é que passara a ser o regulador da interação entre os fluxos monetários e os fluxos reais da economia para a manutenção do valor da moeda.

No começo do século XIX, Alexander Hamilton, então secretário do Tesouro norte-americano, introduziu um sistema ímpar, e praticamente não visto até os dias de hoje, que fora, sobretudo, base de inspiração teórica para a formulação, na década de 40 do século XX, já após a Teoria Geral de Keynes, da Teoria das Finanças Funcionais de Abba Lerner (WRAY, 2003). O pragmatismo do governo norte-americano na condução dos gastos públicos frente à dificuldade, ou melhor, dizendo, ao trauma de se tentar arrecadar impostos por meio da tributação, até então associada às imposições da Velha Metrópole Britânica, fez com que o recurso da “emissão monetária” não viesse a sofrer repulsa da opinião pública geral. Esse sistema norte-americano consistia na criação de gastos públicos através da emissão pura e simples de moeda, pelo governo federal, e na outra ponta cabia aos estados exercerem a tributação, *ex-post*. Os impostos tinham a função clara de destruição de moeda para a manutenção do valor desta, e não da geração de recursos para o Estado, conforme se dá em qualquer sistema tributário convencional.

[...] No início da Guerra Revolucionária, o novo governo americano acreditava que não tinha literalmente outra escolha a não ser ‘financiá-la’ pela ‘impressão’ de moeda. A tributação era odiada pelos americanos por que tinha sido uma das causas da revolta. Ademais, os governos americanos não dispunham de uma máquina administrativa apropriada para arrecadar tributos, e de certo modo o ‘exército britânico’ ocupava grande parte do território enquanto a Marinha Real bloqueava os portos! Além disso, o Congresso Continental não tinha poder de impor tributos; somente as colônias individuais poderiam fazê-lo. Quando a Convenção Constitucional foi instalada em 1787, um dos importantes itens levados em conta dizia respeito ao estado do novo dinheiro e das finanças do país. A Constituição, ratificada em 1789, é digna de nota porque em seu Artigo 1º vincula pela proximidade, senão pela teoria, moeda e tributos em duas cláusulas: ‘O Congresso terá o poder de cunhar moeda, regular o seu valor, e o da moeda estrangeira’, e o Congresso terá ‘o poder de estabelecer e arrecadar tributos, impostos aduaneiros, e impostos de consumo, e pagar as dívidas dos Estados Unidos’. Como entendemos agora, estes poderes inextricavelmente ligados (o Congresso não poderia regular o valor da moeda sem o poder de impor tributos), embora não seja claro que os formuladores da Constituição relacionassem os dois. Por sua vez, Alexander Hamilton argumentou que ‘uma dívida nacional’, se não é excessiva, será para nós uma benção nacional, em parte por que os tributos necessários para pagar e servir a dívida iria forçar as massas a trabalhar mais duro para pagar aqueles tributos!!! Um argumento apresentado frequentemente naquele tempo (WRAY, 2003, p.84-85).

A teoria da realocação da poupança interna tem este nome porque se estrutura com o propósito de dar autonomia ao Estado, para criar seus recursos financeiros por meio da emissão monetária, mas que ao mesmo tempo se mantém inalterada a oferta de moeda em relação a estas operações e se reestruturam os processos de formação da poupança interna. A realocação assume o caráter de alavancagem de depósitos à vista, a ser comandada pelo Tesouro Nacional, para a poupança pública; e o caráter, para a poupança privada, de reestruturação de preços relativos, a ser obtida em função da desoneração tributária sobre o

valor agregado, e de indução à expansão da oferta de moeda-crédito, pelos bancos comerciais, catalisada pelo crescimento econômico resultante da maturação dos investimentos públicos e privados.

Uma diferença operacional fundamental entre a teoria da realocação da poupança interna em relação às finanças funcionais de Abba Lerner é o fato de que, à época de Lerner, nas décadas de 40 e 50, era impossível, pelas tecnologias operantes nos sistemas de pagamentos do sistema financeiro, imaginar qualquer transferência de recursos monetários, ou operação de débito e crédito propriamente dita, que fosse efetuada de forma automática. Por esta razão, os únicos instrumentos plausíveis, que pudessem ser trazidos à luz da teoria econômica, para se efetuar a operação de “destruição de moeda” eram: a tributação, como prioridade, e o lançamento de títulos, de forma secundária. A última, mais com a função de ajustar a liquidez para se alcançar uma meta para a taxa de juros de mercado. Supor a hipótese de que uma taxa de recolhimento automático de depósitos compulsórios, que viesse a recolher o volume integral de recursos monetários, criados pelo Banco Central (emissão de moeda), a partir do volume de depósitos à vista dos bancos comerciais, sempre que o Banco Central injetasse recursos no sistema bancário, criando depósitos à vista, era algo “impossível” de ser imaginado, quanto menos de ser estruturado em nível de construção de uma teoria econômica.

A teoria da realocação da poupança interna vem justamente preencher essa lacuna deixada pela Teoria das Finanças Funcionais, ao trazer os objetivos de política econômica das *Finanças Funcionais*, que são “pleno emprego e estabilidade macroeconômica”, mas introduzindo a lógica operacional, vigente hoje, nos sistemas de pagamentos internacionais, que é a capacidade de se “efetuar transferências de recursos monetários, entre agentes do sistema financeiro, de modo automático”, *online*. Por isto mesmo, é permitido, ao Banco Central, estabelecer regras de contingenciamento de liquidez sobre os bancos comerciais, de forma antecipada, programada com datas específicas, a exemplo de fixações de recolhimentos de depósitos compulsórios, de qualquer percentual, sobre depósitos à vista e a prazo. Pela teoria da realocação da poupança interna, a operação de criação de recursos pelo Estado (emissão de moeda) vem acompanhada do instrumento de lançamento de um recolhimento compulsório específico (destruição de moeda) para recolher um valor de mesmo recurso da moeda emitida, do banco comercial que recebera o depósito do Banco Central, na mesma data de realização do depósito em questão<sup>16</sup>. De modo que o banco comercial, receptor do depósito

---

<sup>16</sup> No que se refere à questão do efeito multiplicador de gastos públicos, como a forma tratada na Teoria Geral de Keynes, se observa um multiplicador de magnitude menor ao multiplicador sob os moldes de Keynes, pois o recolhimento de um valor equivalente, originado do montante administrado de depósitos à vista do banco

à vista criado pelo Banco Central, não tenha qualquer alteração no volume de depósitos à vista (nível de liquidez) à sua disposição. Esta é a operação de destruição de moeda, feita de forma automática em relação à respectiva criação (emissão de moeda).

Da mesma forma que se incorpora às *Finanças Funcionais*, a noção tecnológica e operacional dos sistemas eletrônicos de pagamentos internacionais também é feito um processo de entrelaçamento teórico com teorias keynesianas afins, com o objetivo de se trazer à tona as implicações quanto às reestruturações a serem feitas tanto no lado monetário, quanto, sobretudo, no lado real da economia. A reestruturação do processo de formação da poupança interna, e a “razão principal” para esta ser tratada com prioridade, dentro de uma teoria de origem keynesiana, diz respeito ao fato de que esta, por força, majoritariamente, da “poupança pública”, passa a ser determinada automaticamente com a execução do investimento público. Ao se determinar o “investimento público”, pela emissão de moeda, se determina a “poupança pública”, pela destruição da moeda. Esta destruição de moeda é transformada diretamente em “poupança pública”, porque tais recursos são recolhidos, para o Banco Central, para serem reutilizados, novamente, sob a forma de “novos investimentos públicos” de mesmo valor do investimento público anterior.

Com um novo volume de emissão de moeda, se expande o investimento público, pois se soma o novo volume de moeda emitida ao volume anterior, nesta nova rodada de criação e de destruição automáticas de moeda, determinando a igualdade entre “investimento público e poupança pública”<sup>17</sup>. Dentre as principais discussões de cunho metodológico introduzidas pela teoria da realocação da poupança interna, se discute, a partir disto, a questão da integração dos conceitos de moeda exógena e moeda endógena, acoplados às questões de regulação do

---

comercial que recebera o depósito à vista do Banco Central, faz com que não haja uma capacidade de geração de alavancagem em função do recebimento deste depósito à vista, para o banco comercial em questão. No entanto, a capacidade de determinação da renda, pelo Estado, se faz tanto pela manutenção do nível original da renda agregada (caso mantidos os mesmos níveis de gastos públicos e de investimentos públicos, com a realização das operações de criação e destruição automáticas de moeda), como pela expansão da renda agregada, se determinada uma expansão dos gastos públicos e dos investimentos públicos, pela estrutura da criação e destruição automáticas de moeda. A diferença em termos finais de observação de crescimento econômico está na combinação regulada de injeção de demanda agregada e de oferta agregada, sem expansão de oferta de moeda, com a capacidade de absorção destas mesmas injeções de renda pelos agentes econômicos. Isto, dentro de uma estrutura de amplas desonerações tributárias. O resultado final do efeito multiplicador, se comparado à estrutura de Keynes, se converte num crescimento menor, por força da compressão inicial sobre a liquidez, como vazamento de renda, em substituição à tributação, entretanto, a conjunção de fatores, dentre os quais as desonerações tributárias somadas às injeções de renda pelo Estado, induzem à efetivação de desígnios endógenos favoráveis à agregação do valor, sob bases redistributivas de renda. Há, sem dúvida, uma maior absorção de níveis de renda, dentro de um espectro de reformulação de propensões marginais a consumir, poupar e investir, em conjunto à disseminação de ganhos de produtividade, ao longo de toda a cadeia produtiva.

<sup>17</sup> Como se trata do circuito de circulação da moeda endógena, não há vazamentos relacionados ao entesouramento ou à utilização dos fundos assim gerados pelo sistema bancário.

sistema financeiro frente à alavancagem de depósitos à vista comandada pelo Tesouro Nacional. A relação entre moeda exógena e moeda endógena é afetada em função de que o giro da moeda endógena (criação de moeda-crédito pelos bancos comerciais) vem a ser influenciado diretamente pela moeda exógena, isto é, pela alavancagem comandada pelo Tesouro Nacional (criação e destruição automáticas de moeda através das operações casadas entre o Tesouro Nacional e o Banco Central).

#### **2.4 Moeda e Estado: variáveis monetárias versus variáveis reais sob as visões de Knapp, Abba Lerner, Keynes e Ricardo**

O conceito de moeda cartalista 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, 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, p.44-45)

É possível observar que as definições cartalistas de movimentos apocêntricos e epicêntricos da moeda encontram semelhanças com os conceitos de injeções e vazamentos de renda, de Keynes (1982 [1936]), e com 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<sup>18</sup>, 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*

<sup>18</sup> Cabe frisar que, seguindo a análise para as *finanças funcionais* de Abba Lerner, é possível fazer uma alusão ao caso marxista da reprodução simples, pois os fluxos reais de produção aqui mencionados não se expandem, mas, a tributação atua como a retirada de “moeda de circulação” sob a forma de um valor equivalente aos fluxos reais de produção em questão, que não se alteram.

*destruição de moeda à medida que for necessário para implementar as duas partes do programa* {LERNER, 1943, p.41} apud (WRAY, 2003, p.95-96).

Abba Lerner, 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 (1943) 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”!!

[...] 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, p.147-148).

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 remonta 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.

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 operacionalmente distintas. Isto faz 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.

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.

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 no 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 nominais *versus* variáveis reais. O papel da moeda como um ativo, em Keynes<sup>19</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 demanda, acrescentando ao já concebido motivo transação (desde os neoclássicos) aos de agora motivos precaução e especulação<sup>20</sup> (KEYNES, 1982 [1936], cap.15). Na mesma linha de raciocínio, Keynes afirmara que para uma economia abaixo do

---

<sup>19</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” (CARDIM DE CARVALHO, 1994).

<sup>20</sup> O motivo finance foi introduzido por Keynes em 1937 no artigo de defesa da Teoria Geral no *Quarterly Journal of Economics*.

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 manutenção da atividade produtiva.

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, p.313).

Para Keynes, e acima de tudo, para a *economia keynesiana*<sup>21</sup>. (CARDIM DE CARVALHO, 1994, p.34), a política econômica seria de cunho estritamente *fiscalista*. A

<sup>21</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

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.

[...] A cada montante de quantidade de moeda criada pela autoridade monetária corresponderá, portanto, *coeteris paribus*, determinada taxa de juros ou, mais estritamente, determinado complexo de taxa de juros para as dívidas de diversos vencimentos. A mesma proposição, entretanto, aplica-se para qualquer outro fator do sistema econômico isoladamente considerado. Assim sendo, esta análise só será útil e significativa quando houver alguma relação particularmente direta ou objetiva entre as variações na quantidade de moeda e as que se verifiquem na taxa de juros (KEYNES, 1982, p.163).

Tal razão se deve às controvérsias, em Keynes, quanto à contraposição entre exogenia *versus* endogenia, presentes nas discussões que surgiram a respeito da noção de moeda retratada na Teoria Geral *versus* a noção de moeda, anterior, do *Treatise on Money*<sup>22</sup>. 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

---

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.

<sup>22</sup> “Em seu *Tratado sobre a Moeda*, Keynes trabalhou com conceitos mais naturais de moeda do que admitia a teoria padrão, sendo que a moeda criada pelos bancos indiretamente representava a dívida empresarial. Conforme previsto por Keynes, o mecanismo de curto prazo, que transmite as mudanças monetárias para o nível de preços sem afetar fundamentalmente as variáveis reais, opera afetando em primeiro lugar o financiamento da empresa. Num primeiro momento, um aumento na quantidade de moeda tende a elevar o investimento financiado e, assim, a parcela do investimento na produção. Por sua vez, esse investimento maior leva a um excesso de demanda total sobre a oferta. Como não pode afetar a produção, essa demanda em excesso afeta os preços. Além do mais, uma vez encerrada a expansão monetária, o investimento volta à sua relação anterior com a produção. Na *Teoria Geral*, Keynes muda seu enfoque, passando de como a moeda afeta a parcela do investimento em relação a uma produção fixa para o que em geral determina a demanda agregada e a produção. A quantidade de moeda é apenas um entre muitos determinantes da demanda agregada. Até o pleno emprego entrar em vigor, a demanda agregada determina a proporção entre recursos empregados e empregáveis. Dessa maneira, Keynes ampliou a economia monetária, incluindo determinantes fiscais e outros da demanda agregada. Como resultado, a economia monetária se tornou macroeconomia. O foco primário passou da determinação do nível de preços para a determinação conjunta de produção, emprego e preços” (MINSKY, 2011, p. 22-23).

renda, e com isto também se 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} APUD (CARDIM DE CARVALHO, 1994, p.33).

David Ricardo, curiosamente, na sua obra *Princípios de Economia Política e Tributação*, de 1817, no capítulo sobre moeda e bancos, mesmo estando dentro da estrutura de neutralidade da moeda, da economia clássica, já antecipava uma suposição semelhante ao que viria a ser esboçado por Knapp, como sendo os movimentos “apocêntricos” e “epicêntricos” da moeda. A neutralidade da moeda, referência dogmática da economia clássica tanto em Smith, em Ricardo, como em outros, confere à moeda o papel a reboque de todo o lado da economia real. A mera função de abastecer as transações econômicas, isto é, a não codificação desta como um ativo, como em Keynes.

No entanto, a abordagem de Ricardo, ao levantar a hipótese de que o Estado poderia realizar seus gastos a “custo zero” para a população se fosse realizada a emissão de papel-moeda vinculada à retirada de circulação da mesma quantidade de valor em dinheiro, lançara sementes para a estruturação das ideias de Knapp e de Abba Lerner, por mais que Ricardo não atribuísse um papel protagonista à moeda no que tange a influência das variáveis monetárias (nominais) sobre as variáveis reais. O mais intrigante dessa passagem de Ricardo está no fato de que a proposta da “emissão de papel-moeda”, como substituto da “tributação”, se atrelada à retirada de moeda de circulação em valor equivalente à moeda emitida, não se apresenta como um elemento contraditório à neutralidade da moeda!

[...] A utilização do papel-moeda em lugar de ouro substitui o meio mais caro pelo mais barato, e possibilita ao país, sem prejuízo para ninguém, trocar todo o ouro que antes utilizava com este fim por matérias-primas, utensílios e alimentos, com os quais aumenta sua riqueza e suas satisfações. Do ponto de vista do interesse nacional é indiferente que o estado ou um banco seja encarregado da emissão de papel-moeda, desde que seja corretamente executada. O resultado, em geral, será igualmente a produção de riquezas, quer a fonte emissora seja um ou outro. Mas não será assim em relação aos interesses particulares. Em um país onde a taxa de juros é de 7% ao ano, e onde o Estado necessita realizar despesas especiais de 70 mil libras anuais, é uma

questão importante para os indivíduos desse país, saber se deverão ser tributados para pagar essa soma, ou se essas 70 mil libras podem ser obtidas sem a necessidade do pagamento de impostos. Suponhamos que fosse necessário 1 milhão em dinheiro para organizar uma expedição. Se o Estado emitisse 1 milhão em papel-moeda e retirasse de circulação 1 milhão em dinheiro metálico, a expedição seria organizada sem nenhum custo para a população. Mas, se um banco emitisse 1 milhão em papel-moeda e o emprestasse ao Governo a 7%, retirando assim de circulação 1 milhão em dinheiro metálico, o país teria que pagar um imposto permanente de 70 mil libras anuais (RICARDO, 1988, p.194).

O contraponto esboçado por Ricardo diz respeito à possível possibilidade que o Estado teria para gerar recursos de forma alternativa à criação de dívida pública. Dentro da estrutura da neutralidade da moeda, o valor da moeda, regulado pela razão constante, de valor 1, entre a renda e a oferta de moeda, isto é, pela “velocidade-renda constante da moeda”, é determinado pela necessidade de se manter ajustada a tal razão. Por esta mesma assertiva, os fluxos de criação de moeda não poderiam exceder aos fluxos de produção de uma economia. No entanto, de modo peculiar, a antecipação não intencional da possibilidade de se gerar recursos do Estado por meio da emissão de moeda é uma evidência de que a emissão de moeda para fins de cumprimento das funções do Estado não representava uma violação às regras de manutenção da estabilidade dos preços pela sua própria existência. Quer dizer, o próprio Ricardo, já admitia, de forma intuitiva (não formal) o fato de uma moeda ter sido emitida no lugar da cobrança dos impostos. Algo impossível de existir à época, pois não poderia ser registrada como proposição científica a formação de instrumentos operacionais capazes de executar a destruição da moeda de modo automático. O raciocínio a respeito de uma hipótese de uma “destruição automática de moeda”, a despeito de quais canais seriam implementados para a execução de tal mecanismo, fora aludido por David Ricardo (1988 [1817]), sem ter se dado conta de que se tratava de um dos primeiros ensaios da qualificação do papel da moeda, seja no que posteriormente viria a ser tratado como abordagem cartalista da moeda, por Knapp, seja na abertura de espaço para a construção da teoria da realocação da poupança interna, por vincular a expansão dos gastos públicos e dos investimentos públicos a não expansão da oferta de moeda.

A suposição de Ricardo (1988 [1817]) acerca da possibilidade do Estado emitir moeda e retirar a mesma quantidade de moeda de circulação, no lugar da incidência de impostos sobre a coletividade, sem ter Ricardo efetivado uma defesa ideológica em relação à própria constatação levantada por ele, contrasta violentamente com a lógica do princípio da neutralidade da moeda, o qual não admite qualquer relevância para a política monetária como instrumento de promoção da atividade econômica. Ricardo deixa bem claro que a utilização da moeda com a retirada de seu valor equivalente de circulação é a forma mais eficaz de se

realizar despesas públicas sem gerar, de forma “permanente”, um processo de endividamento público:

[...] A passagem seguinte, extraída da obra *Principles of Political Economy and Taxation* (p.511), contém o essencial da teoria de Ricardo sobre a taxa de juros: ‘o juro do dinheiro não é regulado pela taxa à qual o banco emprestará, seja ela de 5,3 ou 2%, mas pela taxa de lucro que se pode obter do emprego do capital, a qual é inteiramente independente da quantidade ou do valor do dinheiro. Ainda que o Banco emprestasse um milhão, dez milhões ou cem milhões, isso não altera de modo permanente a taxa de juros do mercado, senão apenas o valor da moeda assim emitida. Em certo caso, poder-se-ia necessitar de dez ou vinte vezes mais dinheiro do que em outro para explorar o mesmo negócio. Os pedidos de empréstimos bancários dependem, portanto, da relação entre a taxa de lucro que se pode conseguir com seu emprego e aquela à qual o Banco está disposto a emprestá-lo. Se esta última for menor que a taxa de juros do mercado, não haverá dinheiro bastante que não possa ser emprestado; se for maior, apenas os esbanjadores e os pródigos estarão dispostos a tomá-lo’. Se Ricardo houvesse restringido a apresentação de seu argumento à sua aplicação apenas às variações da quantidade de moeda criada pela autoridade monetária, teria ainda sido correto, admitindo a hipótese de que os salários nominais fossem flexíveis. Em outros termos, se Ricardo houvesse sustentado que a taxa de juros não sofreria alteração permanente, embora a autoridade monetária fixasse em dez milhões ou em cem milhões a quantidade de moeda, a sua conclusão seria válida. Mas, se por política da autoridade monetária queremos significar, também, em termos em que essa autoridade aumentará ou diminuirá a quantidade de moeda, isto é, a taxa de juros à qual, seja por mudança no volume de descontos por operações de mercado aberto, ela aumentará ou reduzirá suas disponibilidades – que é expressamente o que Ricardo está dizendo na citação acima –, então deixa de ser exato que a política monetária seja ineficaz ou que apenas uma única política seja compatível com o equilíbrio a longo prazo, embora, no caso extremo, em que se supõe uma baixa ilimitada nos salários nominais em face do desemprego involuntário, em razão da inútil concorrência entre os trabalhadores desocupados, haja apenas duas posições possíveis a longo prazo – pleno emprego e nível de emprego correspondente à taxa de juros em que a preferência pela liquidez se torna absoluta (caso este volume de emprego seja inferior ao pleno emprego). Admitindo salários nominais flexíveis, a quantidade de moeda como tal é, com efeito, ineficaz a longo prazo; mas os termos em que a autoridade monetária modifica essa quantidade intervêm no esquema econômico como determinante real. Vale à pena acrescentar que as duas últimas frases da citação sugerem que Ricardo não levou em conta as possíveis modificações na eficiência marginal do capital de acordo com o montante investido. Mas isto pode ser interpretado como um novo exemplo da sua maior coerência lógica, comparada à dos seus sucessores. Se tomarmos como dados o volume de emprego e as tendências psicológicas da comunidade, só pode, de fato, haver uma taxa possível de acumulação de capital. Ricardo oferece-nos a suprema realização intelectual, inatingível por espíritos menos privilegiados, de adotar um mundo hipotético distante da experiência, como se fora o próprio mundo da experiência, e, em seguida, de nele viver consistentemente. No caso da maior parte dos seus sucessores é impossível evitar a interferência do ‘bom-senso’, que causa prejuízos à coerência lógica (KEYNES, 1982, p.153-154).

Keynes (1982 [1936]) identificou uma contradição explícita em Ricardo no que tangia à possibilidade do poder da Autoridade Monetária de influir na atividade real. A lógica da neutralidade da moeda, calcada na noção de “salários nominais flexíveis” sofrera uma “flexibilização obscura” ao se ter descrito mecanismos de variação da quantidade de moeda, pela Autoridade Monetária, os quais repercutiriam na taxa de juros e no valor da moeda, e por

fim, na rentabilidade em si do capital, dada às contraposições óbvias, expostas por Ricardo, entre “taxa de lucro e taxa de juros do empréstimo a ser tomado”. Conforme Keynes afirmara, a estrutura de conclusões de Ricardo compreende uma tentativa de adoção de um “mundo hipotético distante da experiência”, no que se concebe como “vício ricardiano”, assim denominado por Schumpeter, isto é, a proposição normativa advinda de bases teóricas frágeis. Tanto em Keynes, como na teoria da realocação da poupança interna, são identificados elementos antagônicos em Ricardo ao que se idealiza por “neutralidade da moeda”. Para Keynes, Ricardo descrevera um papel ativo da Autoridade Monetária em relação às variáveis reais, indo ao encontro da noção de Keynes a respeito do papel da moeda sobre as variáveis reais, ou seja, o papel indireto, através da influência da taxa de juros sobre o investimento, o qual recebe a incumbência de ser o protagonista da determinação da demanda agregada. Para a teoria da realocação da poupança interna, o princípio da criação e destruição automáticas de moeda, que garante ao Estado executar a determinação dos gastos públicos e dos investimentos públicos, sem expandir a quantidade de moeda em circulação, se ampara fortemente na hipótese de Ricardo, a qual seria possível “realizar uma expedição a custo zero para a população, se emitidas 1 milhão de libras em papel-moeda e se fossem retiradas as mesmas 1 milhão de libras de circulação, em dinheiro metálico”.

A capacidade da Autoridade Monetária em alterar a quantidade de moeda, interferindo na taxa de juros, segundo Keynes, refuta a neutralidade da moeda, da mesma maneira que a capacidade da Autoridade Monetária ao criar e destruir recursos monetários, de forma automática, para a teoria da realocação da poupança interna. O impacto da moeda sobre as variáveis reais é comprovado como plausível, mesmo sob a “regra clássica dos salários nominais flexíveis”, dado que Ricardo mencionara abertamente mecanismos semelhantes aos que seriam, no futuro, elaborados por Keynes e pela proposição da teoria da realocação da poupança interna, realizada ao longo desta tese. Mecanismos esses, sem terem sido considerados como violadores da “neutralidade da moeda”, mas vistos por Ricardo como papéis óbvios e viáveis da Autoridade Monetária, seja diante da questão das taxas de juros em relação à rentabilidade dos capitais, seja em relação à necessidade de criação de mecanismos substitutos para as finanças públicas em relação à cobrança de impostos e em relação à criação de dívida pública.

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

A teoria da realocação da poupança interna é proposta como uma reformulação, para os dias de hoje, da teoria das finanças funcionais de Abba Lerner (1943). Esta reformulação na forma de implementação das finanças funcionais consiste na possibilidade de se promover um sistema de pagamentos integrado entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, que seja capaz de 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*. A operacionalidade bancária de hoje permite trazer para a esfera das transferências bancárias automáticas os objetivos originais de política econômica das *Finanças Funcionais*. Pela teoria das finanças funcionais, 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*, ou seja, pela emissão de moeda. No entanto, a diferença fundamental tanto do lado teórico quanto do lado operacional se faz na questão da sua destruição, isto é, na retirada dessa moeda de circulação<sup>23</sup>. 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.

Na abordagem da teoria das finanças funcionais, 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 substancial 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

---

<sup>23</sup> Portanto, a divergência se encontra mais no plano da operacionalização do que em uma inovação teórica *stricto sensu*.

volume de moeda de mesmo valor do volume de moeda que fora emitido<sup>24</sup>. Com a 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, com compulsório de 100%, incidente sobre os saldos existentes de depósitos à vista do banco comercial que recebera o novo depósito efetuado pelo Banco Central. Estabelece-se, assim, 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<sup>25</sup>.

O volume de liquidez disponível na conta de Reservas Extra-Bancárias, 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 endógena do crescimento da renda agregada, alavancado, de sobremaneira, pelas séries de injeções de investimentos e gastos públicos.

---

<sup>24</sup> Assumindo que não haja mudanças endógenas nos preços no momento da injeção exógena de moeda. Cabe notar que os preços podem ser alterados por outras forças endógenas, mesmo se considerando as desonerações tributárias.

<sup>25</sup> Isto pode sugerir a aceitação da abordagem do multiplicador monetário. Porém, o objetivo é impedir a canalização desta injeção exógena pelo sistema bancário para operações adicionais de crédito, independentemente de uma oferta endógena de moeda-crédito gerada pela demanda adicional criada pela intervenção ou de uma relação entre reservas e empréstimos.

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*.

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<sup>26</sup>, 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 moeda destruída que assumira

---

<sup>26</sup> A reutilização da moeda anteriormente destruída corresponde à utilização do saldo de recursos monetários depositados nas Reservas Extra-Bancárias para a realização de novos depósitos à vista de gastos públicos e de investimentos públicos. Este fato, num primeiro momento, assume a prerrogativa da manutenção do nível de gastos públicos e de investimentos públicos das execuções orçamentárias do Estado. A reutilização da moeda anteriormente destruída, retirada da base monetária por estar depositada nas Reservas Extra-Bancárias, representa a re-injeção dos mesmos níveis de gastos públicos e de investimentos públicos, com a diferença fundamental de não se estar utilizando o instrumento da “tributação” como canal de formação destes recursos públicos, e muito menos de se estar ampliando os meios de pagamentos e a base monetária em função das operações de criação e destruição automáticas de moeda. A decisão para a expansão dos gastos públicos e dos investimentos públicos depende estritamente das regras de planejamento econômico atreladas ao produto potencial e ao balanço de pagamentos.

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<sup>27</sup>. 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<sup>28</sup>. 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

---

<sup>27</sup> Os bancos privados também estão inseridos no rol de recebimento dos depósitos à vista do Banco Central porque estes depósitos à vista correspondem justamente aos pagamentos efetuados pelo governo federal, ou seja, gastos públicos (incluindo transferências governamentais), investimentos públicos e transferências constitucionais para estados e municípios. A estrutura de recebimento de pagamentos do governo federal engloba o sistema bancário como um todo, inclusive pelo fato de haver o recolhimento obrigatório de depósitos compulsórios diversos sobre os agregados monetários, também há a obrigação legal do recebimento de depósitos à vista do governo federal, pela legislação brasileira. O caso concreto de obrigação de recebimentos de depósitos à vista do governo federal, por parte dos bancos privados, se refere à legislação que garante a “portabilidade” para os correntistas, isto é, a garantia de recebimento de salários e de proventos de aposentadoria em quaisquer bancos comerciais de todo o sistema bancário. Como melhor exemplo se encontra o recebimento de benefícios de aposentadoria do INSS (Instituto Nacional de Seguridade Social).

<sup>28</sup> A necessidade de se estabelecer os pagamentos do Estado, pertinentes ao governo federal (por ser este o coordenador do Tesouro Nacional e do Banco Central), através de depósitos à vista do Banco Central nos bancos comerciais, com a respectiva destruição automática de valores equivalentes, ao invés de se conceber uma transferência direta de recursos do Banco Central para o Tesouro Nacional, está relacionada com o fato de que os “fluxos monetários” criados por estes depósitos à vista cumprem a missão de substituir os “fluxos monetários” que advinham da tributação, mas sem expandir a oferta de moeda em relação a estas operações de criação e destruição automáticas de moeda. Num raciocínio de financiamento direto do Banco Central para o Tesouro Nacional, não apenas haveria o canal clássico de “receitas de senhoriação”, da mesma forma em que não haveria a lógica de implementação de um regime de destruição automática de moeda, pois os fluxos monetários em foco, não estariam substituindo a função da tributação, mas sendo somados às formas usuais de formação de finanças públicas.

investimento e à produção. O principal exemplo de tributação a ser eliminada<sup>29</sup> é a tributação sobre o valor agregado<sup>30</sup>. 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, incluindo a 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 os gastos e o valor agregado, 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

---

<sup>29</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.

<sup>30</sup> Os impostos diretos se inserem na esfera da redistribuição da renda agregada, tanto pela redução expressiva para o imposto de renda sobre as menores faixas de rendimento do trabalho, quanto pela determinação de impostos específicos, a exemplo do imposto sobre grandes fortunas.

poderia vir a ser interpretado como uma “expansão fiscal líquida” 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 recolhimentos de depósitos compulsórios sobre depósitos à vista é que 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>31</sup> de Abba Lerner (1943), 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 exógena de moeda em questão, mas apenas se reestrutura a mesma oferta exógena 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 pelo Tesouro Nacional, será precedida de uma ordem prévia de “imobilização de depósitos à vista” para todo banco comercial em que vier ser realizado o depósito destes “recursos autônomos”. Os gastos públicos correntes e os investimentos públicos serão custeados pelos recursos autônomos, assim denominados os recursos

---

<sup>31</sup> Por ser o instrumento de destruição de moeda.

provenientes do mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda. Estes atuarão como estabilizadores automáticos de renda, pois serão definidos anteriormente à renda agregada a ser gerada. 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 exógena 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 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 renda da moeda, da atuação simultânea das duas taxas de recolhimentos compulsórios sobre os depósitos à vista (tradicional e paralela). A elevação inicial 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<sup>32</sup> 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>33</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.

A execução do mecanismo descrito 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 Keynesiana, 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 serem designados como os mantenedores do nível expandido da renda agregada.

---

<sup>32</sup> O fato crucial a ser frisado é a constatação da não geração de expansão de meios de pagamentos como decorrência da criação de gastos públicos e de investimentos públicos. Assim se impede o transbordamento da expansão do consumo atrelado à renda, num segundo momento de expansão da atividade econômica. Este é um elemento estabilizador, impeditivo das pressões inflacionárias por força da expansão desenfreada do consumo, pela via da absorção da renda expandida pelas injeções de demanda do Estado.

<sup>33</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 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.

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<sup>34</sup>. 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 em excesso da produtividade” 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 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

---

<sup>34</sup> Impede-se uma expansão desenfreada da parcela do consumo atrelada à renda, por haver uma drenagem de liquidez dos bancos comerciais (como fenômeno inicial de reação do sistema financeiro em relação às intervenções exógenas de criação e destruição automáticas de moeda, impactando de forma direta sobre o crédito ao consumidor, tanto pela elevação das taxas de juros de mercado, quanto pela restrição dos volumes de recursos a serem ofertados.

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. E apenas a esses componentes da demanda agregada.

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<sup>35</sup>, 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<sup>36</sup>”, então resultante da desoneração tributária sobre o valor agregado. Impede-se, a partir daí, a formação de uma “bolha de consumo”, ou qualquer outra

---

<sup>35</sup> Para o auxílio da recomposição da liquidez dos bancos comerciais, após as rodadas de captação de recursos no mercado interbancário. As operações de mercado aberto tenderiam a desaparecer com o resgate da dívida pública.

<sup>36</sup> Liberada no sentido de deixar de ter havido a tributação de parcela de renda privada, além da desoneração tributária dos bens e serviços internos passar a se situar num espaço entre uma redução proporcional e uma redução total dos preços, concernentes ao antigo percentual da tributação. De toda a forma, a moeda que deixou de ser destruída, com o fim da tributação referida, passa a “sobrar” sob a forma de depósitos à vista, sendo por isto a razão para o enxugamento proporcional do volume de depósitos à vista, pela via dos compulsórios tradicionais, para o impedimento da expansão desordenada do consumo.

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 (mercado interbancário e operações de redesconto como instâncias básicas), 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 do meio circulante. O ponto crucial destes lançamentos é o fato de que esta espécie de depósito compulsório, no patamar de 100%, 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, da 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 criam 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”<sup>37</sup>.

O conceito de poupança pública construído pela teoria da realocação da poupança interna não concebe a noção de “poupança” como forma de excedente sob a forma de recursos orçamentários não gastos, mas como “recursos públicos imobilizados para a função e criação de investimentos públicos”. 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 senhoriagem”<sup>38</sup>, o que consiste num erro gravíssimo, uma vez que as

<sup>37</sup> No sentido de agregado monetário, não em apenas à atribuição da forma de aplicação financeira assim de nominada de caderneta de poupança.

<sup>38</sup> A destruição automática de moeda tem justamente a função de diferenciar os *recursos autônomos* em relação à concepção tradicional de receitas de senhoriagem. 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 senhoriagem 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).

*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 prévios 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 em relação a quaisquer conceitos de qualquer doutrina econômica, mas da necessidade de especificação dos elementos 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 se explica pelo fato 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. Surge então a questão da atribuição percentual dos recursos totais depositados conforme aos níveis de demanda estabelecidos pelo planejamento quanto à expansão das execuções orçamentárias. 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 e contabilmente 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)<sup>39</sup> 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<sup>40</sup> 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,

<sup>39</sup> Não se trata da poupança criando o investimento, como na teoria tradicional clássica, mas da movimentação da realização de depósitos à vista para a execução de investimentos públicos, com recursos imobilizados e direcionados (poupança pública, nas Reservas Extra-Bancárias) para a criação dos depósitos à vista de investimentos públicos.

<sup>40</sup> Expansão da renda agregada e dos níveis de produtividade como reflexo da expansão do investimento agregado.

“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, para o recolhimento de um 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 mercado aberto, que se tornam menos importantes à medida que a dívida pública é resgatada, e 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.

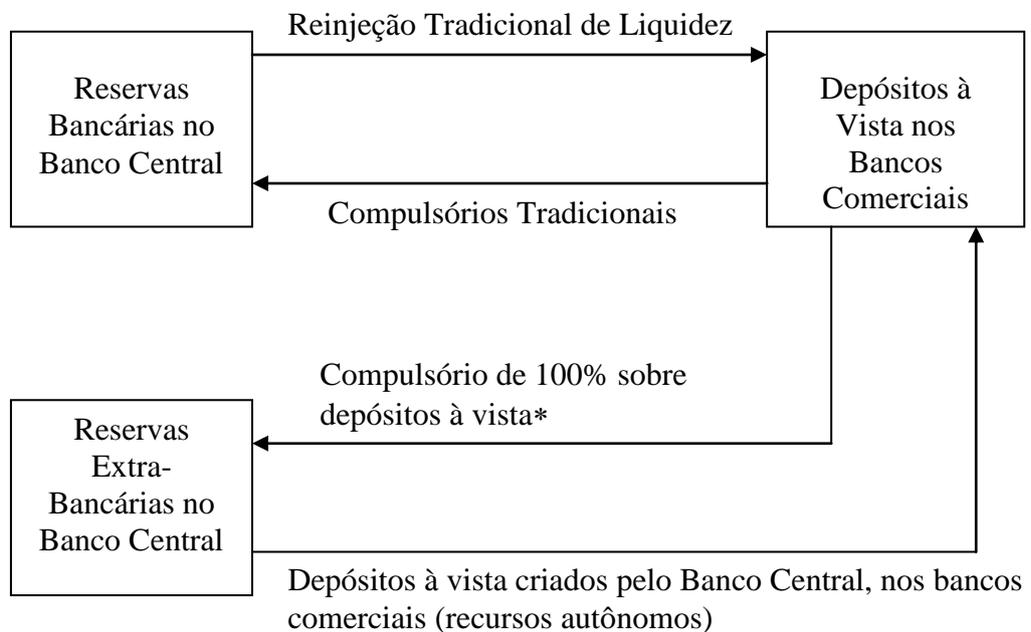
Substituição de fluxos monetários (conforme exposto na Figura 1) representa o fato de que a injeção de um fluxo de moeda emitido para cumprir as funções de gastos e de investimentos públicos, no lugar de um fluxo que teria sido, em tese, obtido pela via da tributação, substitui os fluxos monetários tradicionais de tributação e de despesa pública. No entanto, esta “substituição de fluxos monetários” consiste na “realocação de depósitos à vista”, antes “ociosos”, em “depósitos à vista produtivos”, com a prerrogativa de se manter inalterada a oferta de moeda em relação a estas operações. Quando se usa o recurso da emissão de moeda, no lugar da tributação, dada a criação e a destruição automáticas de moeda, a moeda então emitida não vem a compreender o conceito tradicional de receitas de senhoriagem.

A criação e destruição automáticas de moeda, no lugar da tributação, permite redirecionar as funções de consumo, de investimento e de produção, bem como dos depósitos à vista que seriam direcionados para os pagamentos de impostos, passando estes agora a desempenhar funções na atividade econômica. No entanto, a liberação destes depósitos à vista, com o fim da destruição de moeda que ocorria com a tributação, sofre uma contrapartida de enxugamento de liquidez (como mencionado anteriormente) através da elevação proporcional do recolhimento compulsório tradicional sobre os depósitos à vista, de todo o sistema bancário.

De fato, ocorre uma “realocação” dos fluxos de depósitos à vista quanto aos papéis desempenhados por estes na formação do consumo, do investimento e da produção, isto é, ocorre uma “realocação da poupança interna”, pois a substituição da tributação pela emissão de moeda, sem expandir a oferta de moeda em função da destruição automática de moeda, permite a reestruturação concomitante das poupanças pública e privada. Ao se substituir a tributação como instrumento de provimento de recursos para as finanças públicas, se permite a possibilidade de se desonerar uma grande parcela de impostos com fins à reformulação de preços relativos, à reestruturação da poupança interna e à redistribuição da renda

propriamente dita. No caso, se permite desonerar, de forma integral, salvo em alguns casos, a tributação sobre o valor agregado, da mesma forma que também é possível reduzir, de forma considerável, a tributação sobre a renda, para as faixas de menores rendimentos. A tributação, a partir daí, deixa de ser um instrumento de formação de receitas para o Estado, para se tornar um instrumento de correção das distorções quanto à apropriação, isto é, no que tange à distribuição funcional da renda.

**Figura 1 - Funcionamento do Sistema de Substituição de Fluxos Monetários (Base Monetária e Recursos Autônomos)**



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

Fonte: elaboração do autor (2013).

O primeiro passo é a emissão de moeda na primeira rodada. Então, há a devolução deste dinheiro para o Banco Central, pela via do recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista. Trata-se de um compulsório paralelo e concomitante ao compulsório tradicional sobre os depósitos à vista. A função deste compulsório é recolher, de forma pré-agendada, para a data de todo o depósito à vista, a ser criado pelo Banco Central, nos bancos comerciais, um volume de recursos monetários de mesmo valor deste depósito. Funciona, assim, como uma espécie de compulsório de 100% sobre a emitida, direcionado para uma caixa de movimentação exclusiva do Banco Central com o Tesouro Nacional, o qual não ficará

disponível para os bancos sob qualquer forma de redesconto ou linha de liquidez. A poupança automática do Estado provém desta caixa de recursos.

O segundo passo é reutilizar esta moeda que fora recolhida para novas injeções, acrescida/ ou não de novas rodadas de emissões para cobrir as expansões/ou manutenções dos níveis de gastos e de investimentos públicos. Dos respectivos depósitos à vista nos bancos comerciais, também será recolhido o mesmo valor dos depósitos para essa mesma conta específica entre o Tesouro Nacional e o Banco Central. No terceiro passo, se repete a mesma operação, sempre mantendo o volume de moeda equilibrado, pois essas injeções não vão representar acréscimos de moeda em circulação e assim por diante. Cada unidade de moeda injetada corresponderá sempre a uma unidade de moeda retirada automaticamente, e em seguida a ser reutilizada para novas injeções.

A substituição da tributação, por este mecanismo, possibilita a redução de diversos custos da cadeia produtiva, e ao mesmo tempo se produz um colchão de depósitos à vista, a mais para os bancos, resultante dos fluxos monetários liberados pela série de desonerações tributárias. Este novo colchão de reservas vem, assim, ser regulado pelo compulsório tradicional, em que a taxa de recolhimento sofre respectiva elevação proporcional ao mesmo volume de liquidez, liberado com as desonerações tributárias.

Quanto aos recursos criados e destruídos automaticamente pelo Banco Central não há crescimento de dívida porque tais recursos não serão contabilizados no compulsório tradicional, mas numa conta de reservas bancárias à parte, denominada de Reservas Extra-Bancárias, por ser justamente uma conta “externa” à base monetária. Conta esta de movimentação exclusiva do Tesouro Nacional, não implicando em crescimento da dívida do Banco Central. Mas compreendendo um ciclo de emissão, retirada, e reaproveitamento da mesma moeda anterior para novas injeções, acrescida de novas rodadas de emissão, em que se manterá sempre o equilíbrio do volume de liquidez, ou seja, sem excesso de moeda, e sem compressão da oferta de moeda, em relação a tais operações de criação e destruição automáticas de moeda. A denominação de “recursos autônomos” se dá para os recursos criados pelo Banco Central, através da emissão de moeda, e de propriedade do Tesouro Nacional. Estes recursos compreendem a “moeda autônoma do Estado”, que precede a tributação e a renda, e que interagem aos depósitos à vista dos bancos comerciais, mas, sendo geridos por uma conta de reservas bancárias externas à base monetária: a de Reservas Extra-Bancárias, de movimentação exclusiva do Tesouro Nacional.

Deste processo, surge um questionamento: *se todo mês se injeta papel moeda na economia (e se retira o mesmo valor, via bancos, através de compulsórios), na verdade, todo*

*mês será criada infinitamente nova moeda, ou seja, o estoque seria infinito, e a dívida do Banco Central, ao se retirar o compulsório, também não seria explosiva?* A resposta é não. A separação operacional entre as duas taxas de recolhimento compulsório (tradicional e paralelo de 100%) deixam bem claras as respectivas atribuições, e implicações das duas perante ao gerenciamento da liquidez e à formação de dívida pública interna. Neste caso, dívida do Banco Central, com a expansão da base monetária em função do crescimento das reservas bancárias tradicionais.

A emissão de moeda, ao ser disponibilizada para o Tesouro Nacional, tem a sua destruição automática pelo compulsório paralelo. Este, na prática, representará, para todo banco comercial, um recolhimento, junto ao Banco Central, de um valor idêntico ao depósito efetuado pelo próprio Banco Central, neste banco comercial, na mesma data do referido depósito à vista. O que corresponde, de forma equivalente, em termos operacionais, a um recolhimento compulsório de 100% sobre a moeda emitida, de modo que haja uma operação casada, simultânea, de criação e de destruição de moeda. Estes recursos recolhidos, imobilizados, e depois reutilizados, não representam dívida pública interna porque não são contabilizados na base monetária, não sendo disponíveis para qualquer operação tradicional de regulação dos fluxos de liquidez entre o Banco Central e o sistema financeiro.

Com relação ao compulsório tradicional, ao ser utilizado inicialmente para drenar os fluxos monetários advindos das desonerações tributárias, o mesmo expande, de forma proporcional, a dívida pública interna em mãos do Banco Central correspondente à ampliação da base monetária. As desonerações geram uma expansão do componente das reservas bancárias tradicionais. No entanto, o custo de manutenção desta “dívida pública”, da mesma forma que para a dívida expressa em “títulos públicos”, será anulado para o orçamento público. Os recursos para as recompras, antecipações, ou redescontos de títulos públicos, propriamente ditos, serão provenientes da mesma estrutura de criação e destruição automáticas de moeda, isto é, se resgatam papéis do mercado financeiro a “custo zero” para o Tesouro Nacional. Por esta razão, as chamadas “operações de redesconto”, um dos instrumentos dos esquemas tradicionais de reinjeção de liquidez, vem a se notorizar como um dos principais canais de interação entre o Banco Central e os bancos comerciais quanto à administração diária dos fluxos de liquidez dos portfólios bancários.

O fato de se ampliar a dívida pública, no tocante às “reservas bancárias”, e não em relação às “Reservas Extra-Bancárias”<sup>41</sup> se ajusta à questão da elevação do compulsório

---

<sup>41</sup> No entanto, essa expansão da dívida pública não ocorre de forma explosiva, e nem de forma constante. Corresponde, no primeiro momento, aos recursos recolhidos para as reservas bancárias, provenientes da

tradicional para fins de enxugamento da liquidez liberada, com a série de desonerações tributárias. Todavia, tal dívida tem na verdade apenas um efeito contábil, de registro de obrigações do Banco Central, e não representa um novo custo para a política fiscal, o qual viesse a promover restrições de gastos e de investimentos públicos, dentro de uma lógica de contingenciamento orçamenário. Esta dívida (ampliação das reservas bancárias) é de fato a ampliação do colchão de liquidez para os bancos comerciais, para a manutenção de seus portfólios de aplicações financeiras, face tanto à ampliação dos compulsórios tradicionais, como às próprias intervenções de criação e destruição automáticas de moeda, realizadas pela integração entre o Tesouro Nacional e o 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 (MARX, 1983, Volume I, Tomo I). Na concepção de moeda-mercadoria de Marx, uma mercadoria não expressa o seu valor em si própria, mas em uma 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 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.

---

liquidez liberada pelas desonerações tributárias, e em seguida, ao crescimento nominal das reservas bancárias, em função do crescimento nominal do recolhimento compulsório, advindo da expansão endógena da oferta de moeda-crédito, decorrente do crescimento da atividade econômica. Cabe frisar que toda essa estrutura de endividamento corresponde apenas à formalização contábil, exigida para os lançamentos tradicionais das funções do Banco Central quanto ao gerenciamento da base monetária, e não a um processo de endividamento, oriundo da política monetária, que viesse a implicar em alocação de recursos por parte da política fiscal.

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, referentes 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<sup>42</sup> 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*.

O conceito de excedente para o Estado, pela teoria da realocação da poupança interna, significa um montante de recursos de valor integral, que fora retirado da circulação monetária, equivalente ao valor de um gasto público ou de um investimento público que fora antes gerado pelo mecanismo de criação e destruição automática de moeda (moeda autônoma do Estado). Excedente se configura como recursos monetários à disposição do Estado para geração de novos valores para o próprio Estado, isto é, destinados à reinjeção de recursos monetários de valores equivalentes aos recursos monetários inicialmente criados para a execução dos gastos públicos e dos investimentos públicos. A diferença entre o conceito de “excedente” para a teoria econômica convencional em relação à teoria da realocação da poupança interna está no fato de que “excedente” para o capital significa remuneração sob a forma de lucros, juros, dividendos, entre outros, cujo reinvestimento visa à ampliação do capital.

Para a teoria da realocação da poupança interna, a “remuneração do Estado” deixa de serem majoritariamente baseada nas receitas arrecadadas pela via da tributação, para se institucionalizar pela via da moeda autônoma do Estado, isto é, pela moeda criada e destruída de forma automática. No caso em questão há a substituição da remuneração do Estado a partir

---

<sup>42</sup> A destruição automática de moeda determina o valor pelo fato de impedir que a moeda injetada se estabeleça como uma “moeda a mais” em circulação. Pela retirada automática de circulação de um valor equivalente, o valor inicial da moeda não se altera em função de sua injeção na rede bancária. Com isto, a relação com os preços da economia não sofre pressões inflacionárias, por não repercutir em um descontrole da demanda agregada.

dos fluxos monetários que formariam a tributação em favor dos fluxos monetários geridos pelo mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda. Razão pela qual o mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda também vem a ser conhecido por “substituição de fluxos monetários”. Faz-se, de tal maneira, a substituição do fluxo monetário da tributação, que era o antigo excedente do Estado, antes retirado da renda privada sob a forma de extração de valor percentual dessa mesma renda, para agora haver a disponibilização de recursos para o Estado sob a forma de recursos injetados na circulação monetária com a respectiva retirada automática de valores equivalentes, os quais serão mobilizados para novas rodadas de reinjeções com a mesma drenagem de circulação de valores equivalentes aos valores reinjetados. Excedente do Estado, assim, definido como recursos monetários mobilizados destinados à reinjeção, reutilização ou realocação desses próprios recursos para a geração de novos valores de gastos públicos e de investimentos públicos.

A justificativa para a geração do valor a partir da recanalização do excedente monetário obtido pela destruição automática de moeda está no fato de que a geração primeira do valor, no caso, a geração de renda agregada, consistiu em fluxos de renda de gastos públicos e de investimentos públicos, no lado real da economia. Estes fluxos por sua vez geraram a contrapartida, justamente pela destruição automática de moeda de um valor equivalente a cada um destes fluxos, o qual, depositado nas Reservas Extra-Bancárias pôde ser reempregado sob a forma de novos gastos públicos e novos investimentos públicos. Pela recanalização do excedente monetário se justifica a noção de que variáveis monetárias determinam variáveis reais, as quais servem de base da economia real para a determinação de novas variáveis reais por ter havido a geração de um valor anterior, isto é, fluxos monetários transformados em fluxos reais. A recanalização do excedente não corresponde ao excedente econômico ou contábil tradicional, a exemplo dos lucros reinvestidos, sendo o lucro a instância contábil concebida como receita menos despesa, mas do excedente gerado sob a forma de valor equivalente, pela destruição automática de moeda à geração de gastos públicos e de investimentos públicos.

Por tal razão, este excedente é agora reempregado como novos gastos públicos e novos investimentos públicos. É neste ponto que atuam o produto potencial e o balanço de pagamentos, pois são estes os limites para a geração destes valores<sup>43</sup>. Os fluxos de renda real, obtidos pela recanalização de fluxos monetários são a transformação macroeconômica obtida

---

<sup>43</sup> Cabe enfatizar que o produto potencial é alterado pela própria política de investimentos, e a restrição externa fica reduzida com o aumento das exportações e redução das importações proporcionadas pela desoneração tributária em larga escala.

pela teoria da realocação da poupança interna, em que variáveis monetárias determinam a criação de variáveis reais pela reutilização da moeda disponível, sob a alçada das Reservas Extra-Bancárias, gerada pela criação e destruição automáticas de moeda, também denominada de substituição de fluxos monetários.

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>44</sup> só injeta uma unidade de moeda em circulação se 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 que haja 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 à disposição exclusiva do Estado, de mesmo valor desses gastos e investimentos públicos, destinados à realização de novos gastos públicos e de 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, apenas ocorrerão 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 porque uma unidade de moeda emitida e posta em circulação, nos mesmos moldes atuais, ou seja, sem possuir a contrapartida da retirada de circulação de 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

---

<sup>44</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 correspondente às necessidades de expansão dos níveis dos saldos monetários reais, conforme as regras de programação monetária, a exemplo do Banco Central do Brasil.

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 e simultânea, 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 o 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 (em 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, como no modelo acelerador.

A distinção de atribuições em relação aos gastos públicos e 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 compete à missão de promotores e propagadores essenciais dos ganhos de produtividade para todos os setores da economia, isto é, atuam como maiores responsáveis pelo crescimento das variáveis<sup>45</sup> per capita. As discussões acerca do papel dos gastos públicos quanto à contribuição para a manutenção do crescimento da renda se inserem numa estrutura de multiplicadores de gastos autônomos de Keynes *versus* a concepção neoclássica, típica de livros-texto, de que gastos públicos seriam “determinantes de déficits públicos e de pressões inflacionárias”.

---

<sup>45</sup> Renda e produtividade.

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 enfatizar o fato de que os gastos públicos por si próprios apenas geram crescimento 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 seja, 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 oriundo da 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 “Reservas Extra-Bancárias” que é preponderante sobre o processo de alavancagem de depósitos à vista comandada pelo Tesouro Nacional, seguida pela parcela de recursos monetários da mesma conta “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 sugerir 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, limitada pelas restrições da economia real. A produtividade é assim o lastro final de todo este processo de *transformações endógenas*.

Toda forma de tributação não é necessariamente a geração de recursos para o Estado, originada de recursos produtivos da economia. A tributação pode ser muito bem originada da circulação de mercadorias absolutamente improdutivas (isto do ponto de vista do crescimento da produtividade agrícola e industrial), a exemplo de “loterias e cassinos”. Ao invés de se gerar recursos, através da “circulação improdutiva”, há a possibilidade de redirecionamento das linhas de crédito à produção (com a mesma prerrogativa de não-variação da oferta de moeda), sem a cobrança de juros, pois o simples pagamento das parcelas dos contratos de crédito garante um lucro nominal de 100% para o Tesouro Nacional, dado que a criação e a destruição automáticas de moeda fazem com que a moeda injetada seja retornada, sob a forma de seu valor equivalente, para a conta “Reservas Extra-Bancárias”. Com isto, os pagamentos das linhas de crédito se convertem em “recursos a mais” para as contas do Tesouro Nacional, servindo para a capitalização dos próprios bancos públicos, ao mesmo tempo em que se incide o “juro zero” sobre o valor dos financiamentos dos créditos públicos, devidamente direcionados, como o crédito rural e o crédito habitacional.

As linhas de crédito público, a exemplo do crédito rural e do crédito habitacional, reduzem a “moeda ociosa” e aumentam a capacidade de resposta da oferta agregada frente às oscilações da demanda. Estas mesmas linhas de crédito público, sob a égide da conta “Reservas Extra-Bancárias”, funcionam no sentido de servir como um vetor de preços para a economia, garantindo o crescimento das safras (também reduzindo o déficit habitacional, pelo favorecimento do crédito para as faixas de menores rendimentos do trabalho e para a classe média), de modo a capacitar a oferta agregada, no que tange às reduções dos custos de matérias-primas, além do abastecimento direto para o varejo. Essas linhas se sobrepõem à chamada “preferência pela liquidez”, de Keynes (1982 [1936]). Preferência pela liquidez tanto pelo lado dos agentes, como pelo lado dos bancos comerciais, por reduzir a proporção dos “depósitos ociosos” no total do montante de depósitos à vista.

A teoria da realocação da poupança interna constrói, de tal maneira, uma estrutura de determinação da demanda agregada pela prioridade ao 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 dos 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. Trata-se, 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” (1982 [1936]). 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.

## **2.6 Teoria da Realocação da Poupança Interna: conceitos-chave como instrumentos de descrição das especificidades teóricas, metodológicas e operacionais**

A teoria da realocação da poupança interna é uma teoria de estruturação de recursos para o Estado, pela integração do lado monetário com o lado real da economia, em que a moeda se institui como o elemento de constituição das finanças públicas, sem utilizar o canal da tributação como principal meio de constituição de recursos públicos, sem recorrer à criação de dívida pública e sem se configurar sob a forma de receitas de senhoriação. O princípio da

não-neutralidade da moeda assume uma dimensão considerável pelo fato da moeda ser empregada pelo Estado para o cumprimento das execuções orçamentárias de gastos públicos e de investimentos públicos, de forma autônoma à tributação e à renda, em que a criação de recursos para o Estado não implica na expansão da oferta de moeda, mas numa reestruturação da quantidade de moeda que já está em circulação. A moeda assume o papel de promover a expansão do produto e do emprego, sem produzir pressões sobre os preços porque os mecanismos que determinam a chamada “realocação da poupança interna” são os próprios mecanismos responsáveis pela geração e difusão de ganhos de produtividade para toda a economia.

O principal conceito-chave, a “destruição automática de moeda”, recebe esta denominação porque para todo depósito à vista efetuado pelo Banco Central, em um banco comercial, ocorre um recolhimento compulsório, sobre os depósitos à vista do mesmo banco comercial, de um valor equivalente a este depósito à vista realizado pelo Banco Central. Este mecanismo institui a lógica de que todo depósito à vista gerado pelo Banco Central, para provimento de recursos para o Tesouro Nacional, drena, de forma automática, liquidez do saldo dos depósitos à vista do banco comercial receptor deste depósito à vista do Banco Central.

O conceito-chave de “destruição automática de moeda” promove o também conceito-chave de “substituição de fluxos monetários”. Ao se injetar “moeda” no sistema bancário-financeiro e ao se drenar um valor equivalente a esta mesma moeda, de forma automática, mantendo a oferta de moeda inalterada em relação a esta modalidade de operação, se cria um depósito à vista para funções de execuções orçamentárias de gastos públicos e de investimentos públicos que, de fato, vem a “substituir” a criação de uma demanda para fins privados, que adviria da concessão do crédito proveniente dos saldos de depósitos à vista do banco receptor de depósitos à vista do Banco Central. O significado disto é que a liquidez injetada pelo Banco Central, ao realizar a demanda planejada para os gastos públicos e para os investimentos públicos, retira recursos monetários de circulação que viriam a ser direcionados para executar demandas privadas através das operações básicas de crédito dos bancos comerciais, isto é, pela captação de depósitos à vista que funcionam como instrumentos de concessão de crédito e que acabam por gerar novos depósitos à vista, destinados às funções privadas de consumo e de investimento.

A “moeda autônoma do Estado”, autônoma em relação à tributação e à renda, se estabelece nesta condição de por razão de expandir os gastos públicos e os investimentos públicos sem incorrer na expansão da oferta de moeda e pela principal razão de não depender

da renda privada para a sua formação. O procedimento adotado se estabelece por existir a injeção de um fluxo monetário, para o atendimento da demanda do Estado, que é contrabalançado pela retirada de circulação de um fluxo monetário de mesmo valor, proveniente do banco comercial que recebera o depósito à vista do Banco Central. O fluxo monetário gerado para o atendimento das execuções orçamentárias de gastos públicos e de investimentos públicos substitui um fluxo monetário que seria direcionado, por todo banco comercial, para o atendimento de demandas privadas. Há um mesmo significado de que a demanda conduzida pelo Estado, sob esta estrutura, representa uma alavancagem de depósitos à vista comandada pelo Tesouro Nacional porque a criação e a destruição automáticas de moeda é um meio de se “reativar depósitos ociosos do sistema bancário-financeiro”, pois se todo depósito à vista gerado pelo Banco Central requer a destruição automática de recursos monetários equivalentes, então se constata que a expansão da renda agregada, atrelada a não- variação da oferta de moeda, é um processo de se reduzir a “proporção de depósitos à vista ociosos” do total de depósitos à vista. Depósitos à vista ociosos podem ser muito bem classificados como depósitos à vista não vinculados à expansão da atividade produtiva, mas vinculados à diversificação de papéis do mercado financeiro, pela conversão desses depósitos à vista para outras formas de agregados monetários, como títulos públicos, títulos privados, entre outros ativos financeiros. A alavancagem de depósitos à vista comandada pelo Tesouro Nacional, isto é, o processo de criação e destruição automáticas de moeda, se apresenta como uma forma de frear a alavancagem de depósitos à vista comandada pelos bancos comerciais e, por extensão reduzir o grau de fragilidade financeira de todo o sistema financeiro ao diminuir a relação PIB/depósitos à vista ociosos, dentro da relação PIB/meios de pagamentos.

A substituição de fluxos monetários também se exprime na condição de que quando se instituem recursos para o Estado, de forma autônoma à tributação e à renda, os fluxos monetários permitem que se promovam desonerações tributárias de valor equivalente a esses mesmos fluxos monetários, dado que o Estado agora possui a prerrogativa de gerar recursos de forma antecipada à geração da renda agregada, ou seja, não é mais necessário tributar recursos privados, na maior parte dos casos, para a formação de recursos públicos. Desta forma, a instituição dos fluxos monetários destinados para as funções de gastos públicos e de investimentos públicos dispensa a existência da tributação como instrumento principal de formação das finanças públicas.

O conceito-chave de “Reservas Extra-Bancárias” está diretamente vinculado ao conceito-chave de “poupança pública”. As Reservas Extra-Bancárias são a conta de reservas bancárias externa à base monetária, responsável pelos depósitos dos valores equivalentes aos

depósitos à vista do Banco Central, efetuados nos bancos comerciais. Estes valores equivalentes são recolhidos pela incidência de um compulsório específico sobre os depósitos à vista, encarregado de recolher dos saldos dos depósitos à vista dos bancos comerciais os valores equivalentes a todos os depósitos à vista que são executados pelo Banco Central. No caso do saldo de recursos depositados nas Reservas Extra-Bancárias, os recursos que virão a ser reinjetados na economia sob a forma de investimentos públicos passam a registrados como saldo de “poupança pública”. Esta é a forma de estabelecimento da poupança pública de forma autônoma à tributação e à renda. Poupança pública vem a ser o montante de recursos mobilizados pelo Banco Central, destinados ao Tesouro Nacional, com a função de serem recursos pré-destinados para a realização de depósitos à vista pelo Banco Central, concernentes à execução de investimentos públicos. Poupança pública são os recursos oriundos da destruição automática de moeda que serão reinjetados na economia sob a forma de investimentos públicos. Recursos então, de propriedade do Tesouro Nacional, vinculados à geração de novos depósitos à vista, pelo Banco Central, para a realização de investimentos públicos, formados pelo recolhimento de depósitos compulsórios de quantidades idênticas (valores equivalentes) aos depósitos à vista que são realizados pelo Banco Central, nos bancos comerciais. O conceito de poupança pública assume o caráter de quantidade de recursos monetários mobilizados, pela integração entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, para a destinação direta da execução de investimentos públicos. Faz o mesmo sentido afirmar, dentro desta estrutura, que “poupança pública” é a quantidade exata de recursos que o Estado utilizará para a execução de “investimentos públicos”. Não se trata de um excedente da estrutura orçamentária, baseada na tributação, que poderá vir a ser empregado na execução de investimentos públicos, mas de uma mobilização de recursos monetários, sem expandir a oferta de moeda, atrelada à reinjeção da moeda destruída, depositada em uma conta externa à base monetária (Reservas Extra-Bancárias) para fins de geração de investimentos públicos.

O conceito-chave de “poupança pública” diz respeito à escrituração dos lançamentos contábeis, nas Reservas Extra-Bancárias, referentes ao recolhimento de depósitos compulsórios originados da destruição automática de valores equivalentes aos depósitos à vista realizados pelo Banco Central, destinados à execução de investimentos públicos. Ao contrário da teoria convencional, que define “poupança” como “excedente de renda sobre gastos”, o mesmo sendo válido para a estruturação do orçamento público, o conceito de “poupança”, aqui atribuído à poupança pública, se refere exclusivamente aos recursos monetários depositados na conta de Reservas Extra-Bancárias, provenientes da destruição automática de moeda (num regime de compulsório de 100% para os saldos dos depósitos à

vista de um banco comercial que recebe todo depósito à vista do Banco Central, destinado à realização de investimentos públicos). A mesma regra vale para a escrituração dos lançamentos contábeis das “receitas públicas”, as quais se referem aos recursos depositados na conta “Reservas Extra-Bancárias”, advindos da destruição automática de moeda (pela mesma incidência de depósitos compulsórios de 100% sobre os depósitos à vista do banco comercial que recebe o depósito à vista do Banco Central, para fins de criação de gastos públicos) de valores equivalentes aos depósitos à vista do Banco Central, concernentes à execução de gastos públicos. A conta “Reservas Extra-Bancárias”, em sua escrituração contábil possui duas formas de lançamento: “poupança pública”, para a constituição de recursos mobilizados exclusivamente para a realização de novos depósitos à vista referentes à execução de investimentos públicos; e “receitas públicas”, para a constituição de recursos mobilizados exclusivamente para a realização de novos depósitos à vista referentes à execução de gastos públicos.

O conceito-chave de “equilíbrio fiscal permanente” se estabelece em contraposição ao conceito de Haavelmo (1945) de “orçamento equilibrado”, por ser uma estrutura de orçamento público que não se institui através da tributação, mas por meio da “destruição automática de moeda”. A criação de demanda agregada pelo Estado, em substituição à demanda agregada privada, que viria a ser criada através da liquidez que fora drenada dos bancos comerciais, se instaura como um mecanismo superior de regulação do sistema financeiro, pois ao invés do Estado tributar renda privada, e assim achatando a possibilidade de poupança privada, o Estado passa a comprimir o processo de alavancagem de depósitos à vista dos bancos comerciais. A tradução deste processo é dada como sendo o processo de formação de finanças públicas, baseado no gerenciamento da liquidez, e, por conseguinte, na reestruturação dos processos de formação das poupanças pública e privada, e não mais na compressão da poupança privada como forma de transferência de recursos para o Estado. A poupança pública deixa de ser formada a partir da compressão da poupança privada, como ocorre no caso da presença da tributação sobre os diversos setores da economia. A poupança pública vem a ser autônoma à tributação e à renda, depositada na conta “Reservas Extra-Bancárias”, resultante da “destruição automática de moeda” de um valor equivalente a um depósito à vista do Banco Central, em um banco comercial, concernente à execução de um investimento público.

O conceito-chave de “ganhos de produtividade” é o conceito-chave originado dos trabalhos de Kaldor em termos do crescimento do PIB per capita, referente à estrutura descrita de que o crescimento do produto gera o crescimento da produtividade. Esta mesma

“produtividade” é que referenda todo o trabalho de “realocação da oferta de moeda”, desempenhado pela integração entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, que desencadeia na “realocação da poupança interna”, isto é, na reestruturação dos níveis agregados de investimento e poupança, sob novas bases redistributivas de renda. Os ganhos de produtividade são considerados o "lastro fiduciário" para a “moeda autônoma do Estado”. No caso, a criação de demanda agregada pelo Estado, que deixa de ser vinculada à capacidade de arrecadação tributária, e passa a ser vinculada às condições de expansão do produto potencial e do balanço de pagamentos. A expansão das execuções orçamentárias de gastos/investimentos públicos passa a ser atrelada a estas duas variáveis. Os ganhos de produtividade são o respaldo do lado real da economia para a expansão de gastos/investimentos públicos. Os ganhos de produtividade são também a resposta da esfera “micro” para as transformações da esfera “macro”, conduzidas pelo Estado, não apenas nos gastos/investimentos públicos em áreas tradicionais, mas também à solidificação de processos de universalização de políticas públicas, sobretudo, no que tange aos programas de transferência de renda. Torna-se um efeito cíclico, pois o produto, expandido pela demanda agregada, conduzida pelo Estado, expande a produtividade. Ao mesmo tempo, as sequências de desonerações tributárias permitem o barateamento relativo dos custos unitários de produção, que induz também à expansão da produtividade. Em seguida, esta mesma produtividade é aproveitada, em termos "macro", pelo Estado, para respaldar as expansões das execuções orçamentárias, dado o crescimento do produto potencial, ressalvadas em conjunto às condições do balanço de pagamentos.

A principal base de referência teórica e metodológica desta teoria está em Abba Lerner, Haavelmo e Kaldor. Abba Lerner (1943) pelo emprego da “emissão de moeda” como causa primeira da geração das finanças públicas, Haavelmo (1945) por definir a execução das Finanças Públicas sob a égide do “orçamento equilibrado”, isto é, sob o regime de que a injeção de renda na economia deve ser resultado da reinjeção de um vazamento de renda de mesmo valor. No caso, a injeção de um gasto público deve ser feita através da reinjeção de um volume de renda tributado anteriormente, de mesmo valor. Kaldor (1957, 1961, 1966, 1981 e 1986), por ser a base metodológica mais extensa a ser empregada, com ênfase para a questão das “leis de Kaldor”, no enfoque de que o crescimento do produto determina o crescimento da produtividade, no papel da moeda endógena como elemento sancionador da expansão da renda, da poupança e da própria produtividade; e por fim no elemento essencial dos “fatos estilizados”, o qual define que a particularidade da criação de elementos operacionais de uma teoria está diretamente vinculada à particularidade do desafio proposto

pela teoria em questão. Ressalta-se que “leis gerais” do campo abstrato não podem ser empregadas para supostamente “testar” os resultados de uma teoria que contempla especificidades em seus objetivos! Por tal razão, Abba Lerner, Haavelmo e Kaldor representam o núcleo central do programa de pesquisa científico, a base que norteia o entrelaçamento de demais teorias afins e antagônicas do mesmo programa de pesquisa científico, reunido no sentido de fundamentar a teoria da realocação da poupança interna, por empregar os instrumentos da “emissão de moeda” e do “orçamento equilibrado”, a fim de garantir a manutenção da estabilidade macroeconômica, para todas as transformações da política econômica, por meio da geração e difusão dos “ganhos de produtividade” para toda a economia.

A expansão dos gastos públicos e dos investimentos públicos deixa de ter seu limite condicionado à capacidade de arrecadação tributária para ter seus novos limites vinculados às condições de expansão da oferta agregada, isto é, ao produto potencial e ao balanço de pagamentos. O crescimento da razão PIB/M1, velocidade-renda da moeda, não se traduz em pressões inflacionárias por haver a expansão prévia do produto potencial, dadas às inúmeras condições estabelecidas, favoráveis à expansão da produtividade, ressalvada também a questão do desempenho do balanço de pagamentos. O multiplicador dos gastos assume uma trajetória nos moldes do multiplicador de gastos de valor unitário, de Haavelmo (1945). A semelhança está no fato da vinculação da injeção de gastos à drenagem de recursos de mesmo valor. A diferença diz respeito ao fato de que na estrutura de orçamento equilibrado de Haavelmo (1945) a injeção de gastos se faz pela formação de recursos por meio da tributação, para ocorrer então a reinjeção desses mesmos recursos sob a forma de gastos públicos. Na estrutura da teoria da realocação da poupança interna, a vinculação entre recursos injetados e recursos de valores equivalentes drenados é regida automaticamente pela compressão sobre a liquidez, com a execução de um recolhimento compulsório específico sobre os depósitos à vista, ao invés de se utilizar a tributação como instrumento de drenagem de recursos privados para a constituição de recursos públicos.

Com a tributação deixando de ser a principal fonte de criação de recursos para o Estado, não apenas se deixa de transferir recursos privados para o setor público, mas se permite estabelecer um multiplicador de gastos de valor superior a 1 porque a renda privada não vem a ser mais comprimida de forma direta. Por extensão, a poupança privada também não é mais comprimida de forma direta. A não compressão direta sobre a poupança privada, quando da incidência da “destruição automática de moeda”, faz com que a injeção de gastos não se converta em “reposições dos níveis anteriores de poupança através dos novos níveis de

investimento”, como em Haavelmo, mas de expansão da renda agregada, com expansões dos níveis respectivos de investimento agregado e de poupança agregada.

A reestruturação do multiplicador de gastos, sob a égide da destruição automática de moeda, estabelece que a indução de demanda pelo Estado seja realizada somente no valor injetado de gastos/investimentos públicos, impedindo que o valor injetado se multiplique em “novas demandas”, da forma que ocorreria sob a forma original do multiplicador de gastos, fazendo com que agora se restrinja à “demanda original” gerada pelo Estado. O efeito sobre as demandas intersetoriais ocorre de forma atrelada à geração de ganhos de produtividade ao longo de todas as cadeias produtivas. Este processo proporciona, ao invés de uma multiplicação de gastos, e assim da renda, de valor superior a 1 em função da “maior circulação de moeda”, um multiplicador de gastos de valor superior a 1, mas atrelado à geração de ganhos de produtividade<sup>46</sup>.

O estímulo às diversas encomendas entre as redes de demandas intersetoriais passa a ser decorrência do crescimento da renda, que fora induzido pelo Estado, a partir de oferta de moeda que não fora alterada pelas respectivas injeções de demanda, seja de gastos públicos, seja de investimentos públicos. Há a geração de ganhos de produtividade em função do crescimento da renda agregada e em função de não ocorrer mais os “achatamentos” sobre a poupança privada, decorrentes da incidência da tributação.

Efetua-se, de fato, o estabelecimento de uma política monetária contracionista que se sobrepõe à expansão fiscal. Por tal razão, se impede a existência de pressões inflacionárias, por desvincular a injeção de demanda do Estado a qualquer forma de expansão monetária. Ao contrário, os recursos monetários são drenados para que as demais demandas privadas não venham a se materializar como reflexo da “circulação a mais de uma moeda emitida” que não tivera seu valor equivalente retirado de circulação.

A política monetária, pelo canal dos compulsórios tradicionais, também aplica o processo de drenagem de recursos monetários em relação a todo o volume de depósitos à vista gerados como consequência das diversas desonerações tributárias. O enxugamento desses depósitos à vista, a serem depositados nas reservas bancárias tradicionais, se institui como um instrumento de expansão “exógena” da poupança privada, por força da política monetária. O montante de recursos recolhidos para as reservas bancárias passa a funcionar como um instrumento a mais, de impedimento de crises de liquidez para os bancos, ao mesmo tempo em que funciona como impedimento de pressões inflacionárias. O papel da política monetária,

---

<sup>46</sup> Combinação de criação e destruição automáticas de moeda com amplas desonerações tributárias, induzindo à expansão da produtividade.

pela atuação conjunta, simultânea, dos dois compulsórios sobre os depósitos à vista (um destinado ao recolhimento de recursos para as Reservas Extra-Bancárias, e o outro para as reservas bancárias tradicionais) faz com que o multiplicador de gastos, sob a égide da destruição automática de moeda, impeça que “infinitas demandas” venham a surgir a partir das demandas de gastos/investimentos públicos, executadas pelos depósitos à vista do Banco Central. A regra de planejamento de expansão da demanda agregada, pelos componentes de gastos públicos e de investimentos públicos, fica atrelada à capacidade de expansão do produto potencial e do balanço de pagamentos, por não ocorrer o “transbordamento” de infinitas novas demandas, derivadas das demandas originais dos gastos/investimentos públicos.

Permite-se executar investimentos públicos e gastos públicos com margem considerável tanto por não se depender da capacidade de arrecadação tributária do Estado, quanto por não surgirem pressões inflacionárias diversas, que seriam advindas de demandas intersetoriais descontroladas, caso não existisse o mecanismo de destruição automática de moeda, vinculado a toda execução de um investimento público e de um gasto público.

## 2.7 Conclusões

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 “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 da teoria da realocação da poupança interna, que conforme exposto na introdução, 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 do orçamento público.

### **3 MOEDA, ESTADO, POUPANÇA E PRODUTIVIDADE: INVESTIMENTO E POUPANÇA SOB A ÉGIDE DA TEORIA DA REALOCAÇÃO DA POUPANÇA INTERNA**

Este capítulo é dedicado à descrição dos parâmetros teóricos e dos instrumentos operacionais que fundamentam a teoria da realocação da poupança interna, tanto pela execução das finanças públicas através da integração direta entre a política fiscal e a política monetária, como pela determinação automática do investimento público e da poupança pública, a qual se converte num processo de reestruturação, por também dizer de “realocação” do processo de formação da poupança interna, por estar inserida num amplo processo de desonerações tributárias. A dimensão da descrição teórica e operacional é iniciada através da reformulação da escrituração dos lançamentos contábeis dos balancetes do Banco Central e dos bancos comerciais, por razão da inclusão das movimentações de criação e destruição automáticas de moeda, registradas nas Reservas Extra-Bancárias, externa à base monetária.

#### **3.1 Introdução**

Os parâmetros utilizados para a construção da teoria da realocação da poupança interna são obtidos justamente pelo método do entrelaçamento teórico, isto é, pela contraposição dos fundamentos e dos elementos operacionais da teoria da realocação da poupança interna em relação aos fundamentos das teorias que compõem o programa de pesquisa científico, no sentido de descrever o papel da moeda autônoma do Estado sobre a relação de causalidade entre o investimento e a poupança, a partir do eixo “moeda, Estado, poupança e produtividade”. O eixo de análise “moeda, Estado, poupança e produtividade” descreve a relação de causalidade entre o investimento e a poupança a partir da “moeda autônoma do Estado”. Neste eixo, a moeda é a fonte autônoma para a determinação da existência do Estado, pelo próprio Estado, isto é, a moeda determina as finanças públicas sem estar vinculada a tributação da renda privada. Por tal encadeamento, o investimento público determina a poupança pública (de forma concomitante, dada à destruição automática de moeda). A catalisação da expansão da renda agregada, pelo investimento público (dentro de uma estrutura de desonerações tributárias) permite a respectiva expansão da poupança privada, e, sobretudo, a geração e a propagação dos ganhos de produtividade.

A contraposição de teorias afins/antagônicas, pelo entrelaçamento teórico, aborda a relação entre “moeda e Estado” da teoria da realocação da poupança interna, em razão da

determinação das finanças públicas pela moeda autônoma do Estado se diferenciar em relação aos conceitos de “déficit público”, “orçamento equilibrado” e de “formação de dívida pública”. A relação entre “moeda e poupança” é descrita, dentro da estrutura do entrelaçamento teórico dos fundamentos da teoria da realocação da poupança interna com as teorias pertinentes do programa de pesquisa científico, desde a criação da poupança pública (pela destruição automática de moeda) até a fase final de formação da poupança interna, *funding*, por meio da moeda vertical (exógena) sendo o elemento propulsor da moeda horizontal (endógena), cabendo destacar a importância do entrelaçamento teórico de elementos como os “fundos rotativos” e a “abordagem do circuito monetário”, dentre outros. No mesmo encadeamento, o entrelaçamento teórico para a relação entre “moeda e produtividade” se encaixa na descrição da obtenção de ganhos de produtividade em função da indução do crescimento da atividade econômica pela moeda autônoma do Estado. Do mesmo modo, a referida obtenção de ganhos de produtividade vem a se solidificar como o lastro fiduciário para a própria expansão do produto agregado e para a expansão dos gastos públicos e dos investimentos públicos pela moeda autônoma do Estado.

A reestruturação contábil dos balancetes do Banco Central e dos bancos comerciais para a escrituração das Reservas Extra-Bancárias é a análise inicial do eixo “moeda, Estado, poupança e produtividade”, tendo como última análise a reestruturação do conceito de velocidade renda da moeda. A necessidade da separação da descrição da velocidade de circulação da moeda se faz em função justamente da criação da moeda no ramo exógeno e no ramo endógeno.

### **3.2 Reservas Extra-Bancárias: investimento público como determinante da poupança interna**

A relação de causalidade, no plano agregado, entre investimento e poupança, é definitivamente alterada em função da reformulação do processo de formação do investimento público de forma automática à formação da poupança pública. A poupança pública, sob a regência integrada do Tesouro Nacional com o Banco Central, se estabelece como o “lançamento contábil”, na conta de “Reservas Extra-Bancárias”, dos recursos recolhidos pelo depósito compulsório de 100% do valor dos depósitos à vista gerados pelo Banco Central, nos bancos comerciais, referentes à execução dos investimentos públicos. Compulsório este incidente sobre o montante dos depósitos à vista de todo banco comercial que vier a receber depósitos à vista gerados pelo Banco Central. Os saldos dos recursos autônomos, isto é, os

recursos que estão depositados na conta de Reservas Extra-Bancárias à disposição do Tesouro Nacional, para a realização de novos depósitos à vista de gastos públicos e de investimentos públicos, são provenientes da destruição automática de moeda de valores equivalentes à realização anterior de depósitos à vista de gastos públicos e de investimentos públicos. No entanto, deste saldo de recursos autônomos, o saldo pertinente à “poupança pública” se refere ao saldo de recursos provenientes da destruição automática de moeda (pelo compulsório de 100%) de valores equivalentes aos depósitos à vista, gerados pelo Banco Central nos bancos comerciais, referentes à execução de “investimentos públicos”.

A regra contábil que passa a vigorar para a execução das finanças públicas é: para todo lançamento a crédito para um banco comercial, referente a um depósito à vista do Banco Central (registrado no passivo do balancete dos bancos comerciais), correspondente à realização de um investimento público, é efetuado um lançamento a débito de mesmo valor, nesse mesmo banco comercial, o qual representará um lançamento a crédito, de mesmo valor, para o Tesouro Nacional, depositado na conta “Reservas Extra-Bancárias” (registrada no passivo não-monetário do balancete do Banco Central). Este crédito corresponde à realização da conta de “poupança pública”, cuja função é a de servir integralmente para a realização de novos depósitos à vista, relacionados à execução de investimentos públicos. Da mesma forma, para todo lançamento a crédito para um banco comercial, referente a um depósito à vista do Banco Central (registrado no passivo do balancete dos bancos comerciais), correspondente à realização de um gasto público, é efetuado um lançamento a débito de mesmo valor, nesse mesmo banco comercial, o qual representará um lançamento a crédito, de mesmo valor, para o Tesouro Nacional, a ser depositado na conta “Reservas Extra-Bancárias” (registrada no passivo não-monetário do balancete do Banco Central), correspondente, então, à realização da conta de “receitas públicas”, cuja função é a de servir integralmente para a realização de novos depósitos à vista, relacionados à execução de gastos públicos. A tradução de todo este processo corresponde simplesmente ao fato de que a geração de todo depósito à vista do Banco Central, em um banco comercial, faz surgir, imediatamente, outro depósito, de mesmo valor, no próprio Banco Central, à disposição de forma exclusiva para o Tesouro Nacional.

A prerrogativa da geração dos investimentos públicos como causa primeira da geração do investimento agregado, também sendo a causa primeira da geração dos ganhos de produtividade, confere à determinação dos investimentos públicos a responsabilidade pela condução inicial da demanda efetiva. O automatismo da determinação do investimento público com a poupança pública, pela regra da criação e destruição automáticas de moeda, garante que da mesma forma que os investimentos públicos podem surgir da emissão de

moeda, acompanhada da destruição automática de seu valor equivalente, os investimentos públicos também podem surgir da reutilização da moeda anteriormente destruída, a qual já se encontrava sob a forma de poupança pública, depositada na conta “Reservas Extra-Bancárias”. Isto confere ao investimento público a função de ser o princípio gerador, o ponto de partida da determinação da demanda agregada. Nessa relação de automatismo entre o investimento público e a poupança pública, a determinação de ambos se dá numa esfera instantânea, isto é, num regime ao mesmo tempo contábil e ao mesmo tempo de ordem macroeconômica, de injeções e vazamentos de renda simultâneos, que, todavia, não se traduzem em determinações de injeções e vazamentos simultâneos de renda do investimento agregado (apenas para o investimento público e para a poupança pública) e para a poupança agregada, pois para a formação da poupança agregada são considerados os mecanismos endógenos de formação da poupança privada, advindos justamente das condições de formação do investimento privado.

Instituem-se modificações contábeis nos balancetes do Banco Central e dos bancos comerciais como necessidade de se formalizar a participação dos recursos autônomos das Reservas Extra-Bancárias tanto no ativo como no passivo destes respectivos balancetes. No balancete dos bancos comerciais, no lado do passivo, registra-se a conta “Depósitos à Vista do Banco Central”, no lado do ativo, registra-se a conta “Reservas Extra-Bancárias”. No balancete do Banco Central, no lado do passivo, registra-se a conta “Reservas Extra-Bancárias”, no lado do ativo, registra-se a conta “Recursos Autônomos (gastos públicos e investimentos públicos)”<sup>47</sup>. A conta “Recursos Autônomos (gastos públicos e investimentos públicos)” é responsável por registrar o saldo da moeda emitida para a realização de novos depósitos à vista do Banco Central, nos bancos comerciais, mais o saldo pré-existente das Reservas Extra-Bancárias. A conta “Reservas Extra-Bancárias” fica depositada no Banco Central, sob a tutela do Tesouro Nacional, correspondente, de fato, a uma modalidade especial de recolhimento compulsório, no percentual de 100% de valores equivalentes aos valores dos depósitos à vista realizados pelo Banco Central. Todas estas contas representam a interação entre o Banco Central e os bancos comerciais, no tocante à formalização contábil das operações de criação e destruição automáticas de moeda. Operações também denominadas de substituição de fluxos monetários. Ratifica-se, desta maneira, o princípio da não-variação da oferta de moeda em função da execução destas mesmas operações. Cabe frisar que a conta

---

<sup>47</sup> A partida dobrada em questão são justamente os depósitos à vista do Banco Central nos bancos comerciais (gastos públicos e investimentos públicos).

“Recursos Autônomos (gastos públicos e investimentos públicos)” não incorpora qualquer valor para o saldo do papel moeda emitido e para o saldo da base monetária.

O lançamento equivalente da conta “Reservas Extra-Bancárias”, no ativo do balancete dos bancos comerciais e no passivo do balancete do Banco Central, tem a mesma função de equivalência do lançamento da conta “Reservas Bancárias”, no ativo do balancete dos bancos comerciais e no passivo do balancete do Banco Central. Isto indica que os valores recolhidos compulsoriamente, dos bancos comerciais, ficam depositados no Banco Central, com a diferença de que a conta “Reservas Extra-Bancárias” não provê recursos para operações de redesconto, ou quaisquer outras operações de liquidez para os bancos comerciais, sendo de movimentação exclusiva do Tesouro Nacional. A conta “Reservas Extra-Bancárias”, responsável por receber todos os recolhimentos de depósitos compulsórios de valores equivalentes aos valores dos depósitos realizados pelo Banco Central, nos bancos comerciais, de movimentação exclusiva do Tesouro Nacional, é inserida no passivo não-monetário do balancete do Banco Central porque estes recursos recolhidos são configurados como recursos externos à base monetária, isto é, que não estarão à disposição dos bancos comerciais para operações de regulação de liquidez.

**Figura 2 - Balancete dos Bancos Comerciais**

<b>ATIVO</b>	<b>PASSIVO</b>
* Reservas Extra-Bancárias	* Depósitos à Vista do Banco Central (gastos públicos e investimentos públicos)
Reservas Bancárias	Depósitos do Público
Empréstimos Concedidos	Títulos de Emissão Própria
Títulos Públicos e Privados	Redesconto do Banco Central
Ativo Permanente	<b>Patrimônio Líquido</b>
<b>Ativo Total</b>	<b>Passivo Total</b>

Fonte: elaboração do autor (2013). (\*) Lançamentos que modificam os balancetes tradicionais: elaboração do autor (2013)

**Figura 3 - Balancete do Banco Central**

<b>ATIVO</b>	<b>PASSIVO</b>
Carteira de Títulos e Valores Mobiliários (Títulos do Tesouro Nacional)	<b>Passivo Monetário (Base Monetária)</b> Papel-Moeda Emitido <sup>48</sup>
Haveres Externos (reservas internacionais)	Reservas Bancárias
Crédito a Instituições Financeiras (redesconto)	<b>Passivo Não – Monetário</b>
* Recursos Autônomos (gastos públicos e investimentos públicos)	* Reservas Extra-Bancárias
	* Operações do Tesouro Nacional (Depósitos do Tesouro Nacional vinculados à tributação) <sup>49</sup>
Outras Aplicações	Obrigações Externas
<b>Ativo Total</b>	Outras Fontes
	<b>Passivo Total</b>

Fonte: (FEIJÓ; RAMOS, 2008, pp. 162, 163). (\*) Lançamentos que modificam os balancetes tradicionais: elaboração do autor (2013).

Os balancetes do Banco Central e dos bancos comerciais representam contas de estoques, a exemplo da conta de reservas internacionais no Banco Central. No entanto, os lançamentos contábeis dos depósitos à vista do Banco Central representam a realização de fluxos monetários, ou seja, de depósitos à vista referentes à criação de fluxos de renda, no caso investimentos públicos e gastos públicos. Todavia, a criação desses fluxos de renda, que representam injeções acompanhadas pela criação de vazamentos de renda (poupança pública e receitas públicas), em função da destruição automática de moeda, acaba por converter a destruição de fluxos (daí a nomenclatura de substituição de fluxos monetários) na criação de estoques. A conta “Reservas Extra-Bancárias”, que engloba a poupança pública e as receitas públicas, contas que refletem fluxos de renda por integrarem o processo de formação da demanda agregada (na formação dos investimentos públicos e dos gastos públicos), se converte numa também conta de estoque, de modo semelhante à conta de reservas internacionais. A conta de reservas internacionais é uma conta de estoque, atrelada, entre outras, às decisões de intervenção do Banco Central no mercado cambial, ou seja, a redução/ampliação das reservas internacionais depende justamente das decisões do Banco Central de comprar divisas, aumentando o estoque das reservas internacionais, ou de vender divisas, reduzindo o estoque de reservas internacionais.

O que se faz necessário frisar é que a conta “Reservas Extra-Bancárias”, depositária das contas de poupança pública e de receitas públicas, é uma conta de estoque (depositária

<sup>48</sup> No saldo do papel-moeda emitido, no passivo monetário não são incorporados os saldos dos recursos autônomos, por serem estes externos à base monetária e não corresponderem a qualquer forma de expansão da oferta de moeda.

<sup>49</sup> Estes depósitos do Tesouro Nacional são os depósitos provenientes de recursos gerados pela tributação remanescente, no caso os impostos sobre a renda, dentre outros.

dos recursos autônomos) cujos fundos correspondem ao somatório do recolhimento dos depósitos compulsórios de valores equivalentes à execução dos investimentos públicos e dos gastos públicos, incidentes sobre os depósitos à vista dos bancos comerciais. Este estoque de recursos autônomos é transformado novamente em fluxos, quando da realização de novos depósitos à vista para a execução de investimentos públicos e de gastos públicos. O entendimento é bem simples: os depósitos à vista do Banco Central nos bancos comerciais (para investimentos públicos e gastos públicos) são fluxos de renda, com a exigência da destruição automática de moeda de valores equivalentes. Destruição esta responsável pela geração dos fluxos de poupança pública e de receitas públicas, depositados na conta “Reservas Extra-Bancárias”. O somatório dos depósitos de poupança pública e de receitas públicas constitui, assim, a formação de um “fundo”, se instituindo sob a forma de uma conta de estoque.

A geração de novos depósitos à vista para a execução de investimentos públicos e de gastos públicos é proporcional à disponibilidade de recursos autônomos sob a forma de poupança pública e de receitas públicas, caso ocorra manutenção dos níveis de gastos públicos e de investimentos públicos, conforme as determinações de planejamento para a realização das execuções orçamentárias. Da mesma forma, a geração de novos depósitos à vista é maior que a disponibilidade de recursos autônomos nas Reservas Extra-Bancárias (nesse caso, ocorrerão novas rodadas de emissão monetária). Uma situação oposta é dada quando a realização de novos depósitos à vista para gastos públicos e investimentos públicos é menor que a disponibilidade de recursos autônomos nas Reservas Extra-Bancárias (nesse caso, haverá sobra de recursos na conta “Reservas Extra-Bancárias”). O último caso se refere à ocorrência de deslocamentos de recursos da conta de poupança pública para a conta de receitas públicas, ou vice-versa, para finalidades de expansão / retração de investimentos públicos / gastos públicos, sem que ocorra emissão monetária (conforme as regras de planejamento a serem executadas pelo Tesouro Nacional). O que precisa ficar bem claro é que a conta “Reservas Extra-Bancárias” é um fundo, uma conta de estoque, assim como as demais contas pertencentes ao balancete do Banco Central, sendo formada pela destruição automática de moeda de valores equivalentes aos depósitos à vista do Banco Central, e cuja finalidade é a constituição deste fundo de “recursos autônomos” para que os novos depósitos à vista de investimentos públicos e de gastos públicos venham a ser provenientes da reutilização de uma moeda anteriormente destruída.

A relação das Reservas Extra-Bancárias com a realização de depósitos à vista para a realização de gastos públicos e de investimentos públicos depende das decisões do Tesouro

Nacional em relação à expansão / retração da demanda agregada. Quer dizer, se há a decisão de manutenção dos mesmos níveis de gastos públicos e de investimentos públicos, que correspondem a fluxos de renda, há a reutilização direta de todo o estoque das Reservas Extra-Bancárias, nos mesmos percentuais de gastos públicos e de investimentos públicos que deram origem aos saldos de receitas públicas e de poupança pública, depositados nas Reservas Extra-Bancárias. Se há a decisão de expansão dos níveis de gastos públicos e dos níveis de investimentos públicos, há a reutilização direta de todo o estoque de Reservas Extra-Bancárias acrescida de novas rodadas de emissão de moeda, em que todo o novo montante de moeda a ser injetado percorrerá o mesmo caminho de destruição automática de moeda, com a finalidade de “elevar o estoque das Reservas Extra-Bancárias”. Em outro exemplo, pode haver a decisão da redução dos gastos públicos em favor da ampliação dos investimentos públicos, neste caso haverá uma transferência de recursos, ora depositados sob a forma de receitas públicas, para a conta de poupança pública, para a efetivação da ampliação dos investimentos públicos, mantendo, desta forma, o estoque original das Reservas Extra-Bancárias, sem haver a necessidade de novas rodadas de emissão de moeda. O mesmo exemplo se aplica para a redução de investimentos públicos em favor da execução de gastos públicos, algo raro de ser efetivado, dada à preponderância do investimento público sobre o comando da demanda efetiva. Quando houver a redução dos gastos públicos e dos investimentos públicos, de forma conjunta, ou apenas de um destes dispêndios, há a constatação da redução dos fluxos de renda em relação à manutenção do estoque (dos saldos acumulados) das Reservas Extra-Bancárias.

O ciclo de criação e destruição automáticas de moeda, que interage com os balancetes do Banco Central e dos bancos comerciais<sup>50</sup> se inicia na conta “*Recursos Autônomos (gastos públicos e investimentos públicos)*” no ativo do Banco Central<sup>51</sup>, que determina a efetivação

---

<sup>50</sup> Por ser a esfera contábil, responsável pelo registro das movimentações de depósitos à vista (com a respectiva destruição automática de moeda), sem haver a expansão do saldo de depósitos à vista administrado pelos bancos comerciais e a expansão da base monetária, dado que o Tesouro Nacional e o Banco Central registram essas operações no passivo não-monetário.

<sup>51</sup> Neste sistema, a criação de recursos autônomos, de movimentação exclusiva do Tesouro Nacional, não consiste em “passivo para o Banco Central” no sentido tradicional do conceito de passivo, mas representa a criação de recursos, pela forma inicial da emissão monetária, para o governo federal, de forma distinta à concepção de receitas de senhoriagem. No caso, não há uma transferência de recursos do Banco Central para o Tesouro Nacional, como no exemplo das receitas de senhoriagem, e nem no exemplo, para o caso brasileiro, de transferência de recursos do Tesouro para o BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), desde o fim da década de 2010. A conta Reservas Extra-Bancárias é lançada no passivo do Banco Central, no caso o passivo não-monetário, por ser conta de retenção dos depósitos compulsórios de valores equivalentes (compulsório de 100%) dos depósitos à vista do Banco Central, realizados nos bancos comerciais. Portanto, o passivo, especificamente o passivo não-monetário (localizado fora da base monetária), do Banco Central está na administração das Reservas Extra-Bancárias, mas a criação da moeda autônoma do Estado, externa à base monetária, consiste num ativo conjunto do Tesouro Nacional e do Banco Central, que

da conta “*Depósitos à Vista do Banco Central (gastos públicos e investimentos públicos)*” no passivo dos bancos comerciais, a qual determina a conta “*Reservas Extra-Bancárias*” no ativo dos bancos comerciais e que fecha o circuito na conta “*Reservas Extra-Bancárias*” no passivo do Banco Central, isto é, registrada no Passivo Não-Monetário, externo à base monetária. Por fim, torna-se a reiniciar o ciclo a partir da conta “*Recursos Autônomos (gastos públicos e investimentos públicos)*” no ativo do Banco Central, responsável por registrar o saldo da moeda emitida para a realização de novos depósitos à vista do Banco Central, nos bancos comerciais, mais o saldo pré-existente das Reservas Extra-Bancárias. Com isto, o Tesouro Nacional e o Banco Central terão três opções de procedimento: 1º - utilização dos recursos integrais da conta “*Reservas Extra-Bancárias*”; 2º - utilização de menos recursos da conta “*Reservas Extra-Bancárias*” (redução dos gastos públicos ou dos investimentos públicos) e 3º - utilização dos recursos integrais da conta “*Reservas Extra-Bancárias*”, acrescidos de emissão de moeda (expansão dos gastos públicos ou dos investimentos públicos).

O controle sobre a oferta de moeda, neste sistema, não consiste na criação de uma âncora monetária, em que metas monetárias (especificando o montante pré-determinado de emissão de moeda) seriam em tese fixadas. A não-variação da oferta de moeda em função destas operações afirma a independência entre o mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda e a expansão dos meios circulantes. O ponto crucial destes lançamentos é o fato de que o depósito compulsório, no patamar de 100%, se difere dos outros recolhimentos compulsórios sobre os demais depósitos à vista. Primeiro, por estarem depositados no Banco Central em uma conta distinta, de movimentação exclusiva do Tesouro Nacional. Segundo, porque esta conta (Reservas Extra-Bancárias) não permite 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, de forma externa à base monetária. O conceito de base monetária corresponde ao somatório do papel-moeda em poder do público (moeda manual) mais as reservas bancárias. A introdução do conceito de Reservas Extra-Bancárias representa a noção de reservas constituídas a partir da emissão monetária (em qualquer montante), requerida em função das necessidades de atendimento à demanda de moeda dos setores escolhidos pelo planejamento público. O montante de moeda emitido tem a denominação de recursos autônomos, pois estes não são

---

por exigir a contrapartida da destruição automática de um valor equivalente, não instaura a transferência de recursos do Banco Central para o Tesouro Nacional. Razão a qual não implica em lançamentos de crédito e de débito entre o Tesouro Nacional e o Banco Central.

oriundos das receitas orçamentárias, não sendo contabilizados como acréscimos da base monetária e dos meios de pagamentos, em função do mecanismo automático de injeção e retirada automática de moeda. Referem-se a uma nova modalidade de reservas bancárias, que são externas à base monetária (não consideradas no cômputo da base monetária), em que tais recursos não estão disponíveis para os empréstimos do Banco Central junto ao sistema bancário (operações de redesconto) e que também não são utilizados como fundos para aplicações do mercado financeiro<sup>52</sup>.

Em hipótese alguma estes recursos devem ser confundidos com receitas de senhoriagem. Toda unidade monetária, emitida e posta em circulação, é retirada (enxugada) de forma automática, e redirecionada para as mesmas reservas de sua origem (Reservas Extra-Bancárias). A viabilidade de todo este sistema se dá pela razão de se manter os encaixes iniciais dos bancos comerciais inalterados (reservas disponíveis aos correntistas para as operações de saque), e pelo fato de que os novos recursos depositados corresponderem de forma integral à retirada de moeda de circulação, sem haver qualquer expansão monetária decorrente destas operações automáticas de injeção e de saque de moeda no sistema bancário. Estes depósitos à vista (criados pelas Reservas Extra-Bancárias) resultam *a posteriori* em saques e novamente em depósitos, entretanto, a regularidade dos níveis de encaixes deve ser feita através do mercado interbancário<sup>53</sup> e pelo recolhimento convencional de depósitos

<sup>52</sup> Deve-se ter a noção clara de que estes recursos não representam uma extensão dos agregados monetários.

<sup>53</sup> “O mercado de reservas bancárias destina-se à negociação das reservas bancárias entre os bancos e entre estes e o Banco Central. No mercado primário, as transações são realizadas entre os bancos e o Banco Central; neste caso, o resultado da operação implica criação ou destruição de reservas, pois o Banco Central é o ofertante monopolista. No mercado secundário, realizam-se as transações entre os bancos com as reservas já existentes; aqui, não há alteração do estoque total, há somente permuta interbancária. A diversidade das operações realizadas no mercado financeiro – abertura de uma conta corrente; compra de um CDB; aplicação ou saque de poupança; compra ou resgate de títulos da dívida pública ou privada; concessão ou liquidação de empréstimo bancário; etc. – convergirá para o mercado de reservas bancárias sob forma de simples entrada/saída de caixa. No regime de “partidas dobradas”, a saída de um representa a entrada de outro balanço. As operações realizadas no mercado financeiro, por quaisquer instrumentos que não papel-moeda, provocam movimentações das reservas bancárias depositadas no Banco Central no sentido individual, sem afetar o saldo consolidado dessas instituições financeiras, pois os ganhos de reservas de umas têm como contrapartida perdas das reservas de outras. As instituições financeiras recorrerão ao mercado de reservas bancárias, quando superavitárias, para emprestar suas sobras de caixa, e quando deficitárias, para demandar esses recursos. No final do expediente, todas se zerarão. A demanda por reservas adquire um perfil específico no caso de existir um recolhimento compulsório. Os Bancos Centrais podem racionar a quantidade de recursos líquidos à disposição dos bancos com o estabelecimento de depósitos compulsórios. Em geral, estes são calculados como um percentual sobre a captação por depósitos, e recolhidos em espécie ao Banco Central, na conta de Reservas Bancárias. O exigível, o montante a ser recolhido, é calculado sobre a média diária dos valores sujeitos a recolhimento em determinado período, chamado de período de cálculo. O tempo obrigatório de permanência desses depósitos na conta de Reservas Bancárias é chamado de período de movimentação. A regra do compulsório concede certa flexibilidade no manuseio dos recursos mantidos no Banco Central, através da exigência do saldo médio e do saldo mínimo num dado intervalo de tempo. Assim, de forma indireta, fica definido um saldo máximo que admita a minimização do custo de oportunidade representado pela perda dos juros com o recolhimento compulsório” (COSTA, 1999, p.147-148).

compulsórios<sup>54</sup> sobre os depósitos à vista, dentro de um quadro tradicional de gerenciamento de liquidez. A flexibilidade dos limites de crédito para os bancos, através do uso do redesconto, só será permitida se for comprovado (em casos extremos) o excesso do volume de saques em relação aos depósitos em função das operações de substituição de fluxos monetários, de acordo com as normas de supervisão bancária do Banco Central. Tais medidas visam à manutenção do equilíbrio das posições de liquidez dos portfólios bancários.

O cumprimento de toda regra de estabilidade macroeconômica seguida pelo Banco Central, seja pelo regime de metas de inflação, seja por qualquer outro regime, será efetivado mais pelo lado do represamento da liquidez via recolhimento de depósitos compulsórios do que pela elevação da taxa básica de juros<sup>55</sup>. O emprego simultâneo das duas taxas de compulsório no gerenciamento da liquidez viabiliza a redução da taxa básica de juros no momento em que o freio sobre a demanda agregada passa a ser determinado pela taxa convencional de depósitos compulsórios. Em conjunto à elevação da taxa convencional de recolhimento compulsório sobre os depósitos à vista, há também a possibilidade de elevação do percentual de recolhimento de depósitos compulsórios sobre os demais agregados monetários, a exemplo do M2, M3 e M4. O objetivo é impedir que haja um aumento da liquidez (criação de moeda) advindo da conversão dos demais agregados monetários como meio de compensar as posições de liquidez dos portfólios bancários. Esta compensação deve ser feita pelo mercado interbancário, e apenas em alguns casos pelas operações de redesconto. O emprego dos depósitos compulsórios<sup>56</sup> sobre as diversas formas de agregados monetários

---

<sup>54</sup> “As reservas bancárias são classificadas como voluntárias ou compulsórias. As reservas voluntárias são aquelas que o banco decide manter para fins de liquidez, ou seja, para ser capaz de cumprir seus compromissos imediatos, inclusive saques dos correntistas. Atualmente os bancos utilizam predominantemente as operações interbancárias – isto é, empréstimos de curto prazo tomados de outros bancos no país e no exterior – para administrar suas reservas. Já as reservas compulsórias são aquelas determinadas pelo Banco Central, e que geralmente correspondem a uma dada parcela dos depósitos do público. Essa exigência do Banco Central tem sido utilizada como instrumento de política monetária, mas pode também ser vista como fonte de recurso fiscal, na medida em que significa um recurso de custo zero” (FEIJÓ; RAMOS, 2008, p. 164).

<sup>55</sup> As taxas de juros de mercado serão as primeiras a refletir o aperto de liquidez empregado. No entanto, o estímulo de renda sob bases redistributivas de renda é o ponto de partida essencial desta estrutura de crescimento econômico, viesada pela maior participação dos salários, inclusive com o benefício das desonerações tributárias, seguida pelo contrapeso proporcional para a contração da oferta de crédito para o consumo.

<sup>56</sup> “O grande poder que o Banco Central possui para controlar o mercado de reservas bancárias está em, além de ser o ofertante monopolista de papel-moeda, conseguir garantir, no curto prazo (período de movimentação), uma demanda relativamente previsível, através do recolhimento compulsório. Através do gerenciamento de liquidez, ele busca regular a instabilidade do saldo de reservas bancárias, que se confronta com a estabilidade do exigível (saldo médio) a ser mantido nesse período de movimentação. A taxa de juros de overnight, no mercado de reservas bancárias, é influenciada pelo maior ou menor desejo de se obter liquidez devido à disponibilidade de saldo em relação ao exigível. Se o sistema estiver com excesso de reservas, a taxa de juros logo cairá. No caso contrário, quando houver escassez, a tendência é de elevação. Há um nível de reservas bancárias que garante a estabilidade dessa taxa de juros. Esse nível é perseguido no gerenciamento de liquidez. A previsão de liquidez representa o estágio inicial da implementação da política monetária. Ela é a base para

tem como meta a contração direta da liquidez, produzindo um freio sobre o crescimento da demanda agregada como meio de possibilitar o crescimento econômico, respeitando o limite imposto pelo produto potencial, e sem incorrer na necessidade de captação de “poupança externa”.

### **3.3 Moeda e Estado: renda e poupança pela óptica das finanças funcionais de Abba Lerner, do déficit público keynesiano, do orçamento equilibrado de Haavelmo e da equivalência ricardiana frente à estruturação da Teoria da Realocação da Poupança Interna**

Abba Lerner (1943), diferente de Keynes (1982 [1936]), não formulou de forma matemática, precisa, a proposta de construção de um modelo de “multiplicador de gastos autônomos”, pela mensuração quantitativa do 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

---

as decisões sobre o volume, a frequência, e a maturidade das operações desenhadas para equilibrar o mercado. A maioria dos Bancos Centrais prefere utilizar o comportamento discricionário para o gerenciamento de liquidez. O Banco Central fica *oversold* (vendido) quando o volume de reservas bancárias no mercado é menor do que o estoque de títulos emitidos pelo Banco Central e mantidos nas carteiras de bancos. Nesse caso, os bancos com fluxos de caixa deficitários têm dificuldade de financiar suas carteiras de títulos no mercado interbancário de reservas. Como resultado, sentem-se pressionados a pagar a taxa de juros que o Banco Central quiser, para ‘zerarem’ seus fluxos de caixa. A situação contrária ocorre quando o Banco central está *undersold* (vendido). Sinalizar a política monetária significa comunicar ao sistema financeiro as intenções do Banco Central quanto ao nível desejado para a taxa de juros básica, de modo a guiar as expectativas do mercado e, como consequência, a estrutura de taxas de juros da economia. Em geral, a sinalização envolve ajustamentos de quantidades no mercado de reservas bancárias, com transmissão de seus efeitos ao longo da estrutura de taxas de juros” (COSTA, 1999, p.147-148).

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

De certo modo, Abba Lerner já dava os 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>57</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 correção 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 determinação da demanda pela 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 com 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.

---

<sup>57</sup> A analogia do raciocínio de Abba Lerner e Kaldor estava na associação com a 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), porque 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.

[...] 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, p. 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. No entanto, Keynes fez uma ressalva a respeito do processo de crescimento da renda, por efeito do multiplicador de gastos autônomos decorrente dos investimentos em bens de capital, que seriam propagados sob a forma de bens de consumo, como resposta ao crescimento da renda, ocasionada por esse crescimento da indústria. O possível descompasso entre a expansão do investimento da indústria e a capacidade de resposta da oferta de bens de consumo era a preocupação de Keynes quanto à manifestação de um processo inflacionário durante o respectivo processo de crescimento induzido pelo efeito dos multiplicadores de gastos autônomos.

[...] Uma expansão nas indústrias de bens de capital determina uma série de aumentos no investimento agregado, que se apresentam em períodos sucessivos num certo intervalo de tempo, e uma série de valores na propensão marginal a consumir durante esses períodos sucessivos que difere tanto do que teriam sido esses valores se a dita expansão houvesse sido prevista, como do que serão quando a comunidade chegar a estabilizar-se num novo e firme nível de investimento agregado. Porém, em cada período, a teoria do multiplicador continua sendo válida no sentido de que o incremento da demanda agregada é igual ao produto do acréscimo do investimento agregado e do multiplicador determinado pela propensão marginal a consumir. A explicação dessas duas ordens de fatos surge com maior clareza quando se considera o caso extremo em que o aumento de emprego nas indústrias dedicadas à produção de bens de capital é de tal maneira, imprevisto, que a princípio não se verifica aumento algum na produção e bens de consumo. Neste caso, os esforços dos que foram recentemente empregados nas indústrias de bens de capital para consumir certa proporção de suas rendas farão subir os preços dos bens de consumo até que se alcance um equilíbrio temporário entre a oferta e a procura, causado, em parte, pelo adiamento do consumo provocado pela elevação dos preços, em parte, pela redistribuição de renda favorável às classes que poupam devido ao aumento de seus lucros gerados pelos preços altos e, em parte, pela depleção dos estoques causada pela elevação dos preços. À medida que o equilíbrio se restabelece pelo adiamento do consumo, apresenta-se uma redução temporária da propensão marginal a consumir, isto é, do próprio multiplicador e, à medida que haja uma depleção dos estoques, o acréscimo do investimento agregado permanece durante certo tempo inferior ao acréscimo do investimento realizado nas indústrias de bens de capital – isto é, o valor a ser multiplicado não aumenta na proporção do total do investimento feito nas indústrias de bens de capital. Entretanto, as indústrias de bens de consumo vão, com o passar do tempo, se adaptando por si mesmas à nova demanda, de modo que, quando sobe temporariamente além do seu nível normal, para compensar a baixa anterior e, eventualmente, retorna a seu nível normal, enquanto a reconstituição dos estoques faz com que o acréscimo do investimento agregado seja temporariamente superior ao do investimento nas indústrias de bens de capital. O fato de que uma mudança imprevista

só exerce o seu pleno efeito sobre o emprego após certo lapso de tempo tem importância em determinados casos; intervém, especialmente, na análise do ciclo econômico (da maneira que indiquei em minha obra *Treatise on Money*) (KEYNES, 1982 [1936], p. 107).

O princípio da criação e destruição automáticas de moeda cumpre a missão de corrigir o “lapso de tempo” citado por Keynes na citação acima. Keynes analisara o “perigo de propagação da inflação” por conta das pressões sobre o mercado de bens de consumo face à injeção de renda originada pelos investimentos das indústrias de bens de capital. A razão de não haver uma resposta suficiente do lado da oferta se traduzia numa queda gradual do valor do crescimento gerado pelo multiplicador dos gastos autônomos, em função da redução do consumo causada pela elevação dos preços, que reduzia assim as propensões marginais a consumir. O mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda impede a *multiplicação desproporcional* das injeções originais de gastos públicos e de investimentos públicos na direção do mercado de bens de consumo. De certo modo, a restrição à liquidez imposta pela destruição automática de moeda dos valores equivalentes aos valores criados de gastos públicos e de investimentos públicos faz com que se restrinja a propagação desses gastos públicos e investimentos públicos às demandas intersetoriais imediatamente relacionadas.

O efeito sobre o crescimento econômico parte, como valor inicial, da lógica de multiplicador de gastos do governo de valor 1, de Haavelmo, com a flexibilização do processo de formação das propensões marginais a consumir, decorrente das desonerações tributárias sobre o consumo, o investimento e a produção. A atuação da política monetária contracionista conjugada à política fiscal expansionista, em magnitudes idênticas, isto é, com drenagem de recursos monetários na mesma quantidade dos recursos fiscais injetados, tanto pela injeção de gastos públicos e de investimentos públicos, quanto pelas desonerações tributárias, é o canal da teoria da realocação da poupança interna para a realização da expansão da renda, separando as transformações da renda em *exógenas* e *endógenas*. Exógenas no ramo de crescimento da renda vinculado aos valores dos gastos públicos e dos investimentos públicos. Endógenas em decorrência dos efeitos da produtividade sobre a renda gerada pelos investimentos públicos, principais guias do crescimento econômico, somados à produtividade gerada pelos investimentos privados. A questão básica, essencial, diz respeito à vinculação estrita do crescimento do mercado de bens de consumo ao processo de maturação do investimento agregado.

O efeito de multiplicação dos gastos autônomos sobre a renda só gerará crescimento sobre o consumo agregado como etapa final, residual, do crescimento planejado dos bens de

investimento (demandados pelos investimentos públicos) e de suas demandas intersetoriais imediatas. O crescimento do consumo, por decorrência da injeção de gastos públicos e de investimentos públicos, é observado de forma concomitante à propagação dos efeitos da produtividade sobre os bens de consumo e de investimento, sendo, entretanto, menos proporcional ao crescimento da demanda do Estado, isto é, da realização dos gastos públicos e dos investimentos públicos como consequência direta da própria política monetária contracionista, ou seja, do favorecimento do crédito à produção em detrimento do crédito ao consumo. A teoria da realocação da poupança interna prioriza a condução da demanda agregada, pelo Estado, como forma de redirecionamento da liquidez disponível para a expansão de gastos públicos e de investimentos públicos, transformando o crescimento do consumo num crescimento *ex-post* da renda gerada pela demanda agregada criada pelo Estado, em que a poupança privada e a produtividade representam esta expansão *ex-post* da renda, quando a possibilidade de pressões inflacionárias já fora dissipada, por não ter havido pressões iniciais de demanda sobre os estoques e pela produtividade já ter se propagado pelas cadeias produtivas. Um dos principais exemplos de redirecionamento de liquidez se faz pela instalação de linhas de crédito rural a “juro zero”.

O impacto do “juro zero” está na redução drástica dos custos do financiamento agrícola, conjugado a um regime de amplas desonerações tributárias sobre o valor agregado. O barateamento dos bens agrícolas, isto é, a mudança de preços relativos por conta das desonerações tributárias não representa uma redução da renda dos produtores rurais. Ao contrário, estimula a demanda por estes bens, da mesma forma que estimula o aumento da produção. Essa oferta é justamente capacitada em função dessas linhas de crédito a “juro zero”, pois as decisões de plantio e de expansões dos rebanhos e das granjas passam por uma mudança de patamar significativa: incremento da demanda não por conta da expansão do crédito ao consumo, mas pela mudança de preços relativos, favoráveis à renda, dada às desonerações tributárias; e incremento da oferta, pelo lado da expansão do crédito público direcionado, a “juro zero”. Este é um dos principais mecanismos de capacitação da oferta agregada para impedir os mecanismos de transmissão de pressões inflacionárias, em que os ciclos de investimentos não são multiplicados diretamente em ciclos de expansão do consumo. Da mesma forma, a oferta agrícola passa a dispor de instrumentos de resposta aos incrementos da demanda agregada, tanto pela mudança de preços relativos que reduzem os preços dos insumos e dos bens finais, quanto pela oferta de crédito público que permite antecipar a expansão da oferta agrícola, dado o novo patamar de consumo dos bens agrícolas em função da redistribuição da renda pró-salários.

A ponte entre a variação inicial do investimento e a variação final da renda, que é descrita por Keynes como sendo catalisada por efeito do multiplicador de gastos autônomos, vem a ser neutralizada agora pela presença da “destruição automática de moeda”. A destruição automática de moeda impede a multiplicação dos gastos autônomos, que até então exercia efeito direto sobre o consumo atrelado à renda. Evita-se, de tal modo, a propagação do efeito inflacionário decorrente do crescimento do dispêndio agregado, quando não são atendidas as condições de resposta do lado da produção de bens de consumo, para que haja expansões na oferta de bens de consumo, correspondentes aos incrementos proporcionais da demanda agregada<sup>58</sup>. Por tal razão, o crescimento do investimento agregado encontra no mecanismo de destruição automática de moeda a prerrogativa de manutenção da estabilidade dos preços dos bens de consumo, por ter se evitado os “transbordamentos” de demanda sobre a oferta desses bens, dada a efetivação de uma política monetária contracionista, ao mesmo tempo em que se também efetivara uma expansão do investimento agregado através da moeda autônoma do Estado. Permite-se, por tal processo, que as mudanças dos níveis de produtividade venham a assegurar a expansão da oferta de bens de consumo, dentro de prazos sustentáveis<sup>59</sup>, para garantir, inclusive, uma maior elasticidade da referida oferta em relação aos incrementos da demanda 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, 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>60</sup>, visou à questão central da promoção do

---

<sup>58</sup> Expansão da oferta de bens de consumo se faz pelo benefício das desonerações tributárias, pela expansão do investimento agregado e pela resposta do próprio setor produtivo, diante das novas configurações de redistribuição de renda, com os novos patamares de renda em favor dos menores salários.

<sup>59</sup> O crescimento da oferta de bens de consumo segue o ritmo do crescimento anterior dos bens de investimento. Quer dizer, a geração e a difusão dos ganhos de produtividade, ao longo de toda a cadeia produtiva, é o parâmetro de expansão do setor produtivo, dada a orientação dos novos níveis de demanda em função dos ganhos reais dos salários, e não em função da expansão do crédito ao consumidor.

<sup>60</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 retirá-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

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). 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 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, embora preconizasse a formação de déficits públicos como elemento recondutor 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 (1943).

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

---

“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.

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

No modelo de Haavelmo (1945), o objetivo estava em provar que a forma assegurada<sup>61</sup>, 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 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

---

<sup>61</sup> Haavelmo fora um dos primeiros formuladores de política econômica a buscar refutar o conceito de déficit público nos primórdios do keynesianismo, ainda na década de 40.

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<sup>62</sup>, tratavam de uma prerrogativa comum, considerada de fundamental importância para as distintas noções de equilíbrio macroeconômico: a compressão sobre a “poupança agregada”, ainda que 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”, porque 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” argumentado 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, segundo Haavelmo. A noção de “orçamento equilibrado” formulada à época por Haavelmo combatia

---

<sup>62</sup> A controvérsia do ponto de vista metodológico reside na utilização de instrumentais diferentes e também no conceito de “equilíbrio” bastante distinto a ambos, sendo que Abba Lerner se baseava na questão de se atingir o pleno emprego, no viés de Keynes, enquanto que Haavelmo trazia à tona a preocupação com a lógica de “equilíbrio”, de viés ainda neoclássico, apesar da incorporação de variáveis keynesianas em seu modelo, a exemplo do gasto público, cabendo a principal constatação da não adoção, por Haavelmo, do conceito keynesiano de incerteza.

frontalmente a formação de “déficits públicos”, defendida tanto por Keynes, quanto por Abba Lerner.

[...] Em uma antiga formulação da visão keynesiana sobre políticas fiscais, Abba Lerner afirmou, em 1944, que os instrumentos para impedir o desemprego e a inflação ‘não se encontram disponíveis até que se reconheça que o tamanho do déficit nacional é relativamente pouco importante’. Essa é a base da objeção keynesiana a regras que exijam um orçamento equilibrado – tais regras interferem com os objetivos de estabilização da política fiscal. Os keynesianos não fazem objeção aos déficits em si (FROYEN, 2006, p. 499).

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 em relação à abordagem cartalista da moeda 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 à própria necessidade de se reconhecer uma “vinculação” entre “tributação” e “gastos públicos” de mesmo valor, para que fosse alcançado um crescimento da renda do 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 modelo de determinação de renda de Haavelmo, tendo como exemplo uma função consumo linear, foi elaborado com as seguintes definições:

***ro*** → Renda Monetária Bruta Individual

***ro*** → Renda Monetária Bruta Média Individual

**$Ro$**  → Renda Monetária Bruta Total Nacional

**$N$**  → Número Total de Indivíduos (mantido constante)

**$V$**  → Investimento Privado

**$T$**  → Tributação

**$\lambda$**  → Alíquota Média de Tributação

Dado que a função consumo privado de um indivíduo seja representada:  **$u(ro) = a ro + b$**

Sendo os coeficientes linear e angular positivos, maiores que zero, então qualquer que seja a distribuição de renda, a função consumo médio será representada por:  **$\underline{u} = u(\underline{ro}) = a \underline{ro} + b$**

Consumo total de toda a coletividade:  **$U(RO) = a RO + N b$**

Renda total da coletividade (consumo + investimento):  **$Ro = a RO + N b + V$** ,

$$Ro = \frac{N b + V}{1 - a}$$

Se uma alíquota de tributos for imposta a esta sociedade, e se a mesma for gasta de volta pelo Estado sob a forma de bens e serviços produzidos por esta mesma sociedade, então, teremos a renda total representada por consumo + investimento + gastos do governo:

$$R = a (R - T) + N b + V + T$$

$$R = \frac{N b + V}{1 - a} + T$$

***1 - a***

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 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). Considerando-se a incidência de uma taxa média de impostos, a renda total poderia ser calculada da seguinte forma:

$$R = a R(1 - \lambda) + N b + V + \lambda R$$

$$R = \frac{N b + V}{(1 - a)(1 - \lambda)} = \frac{R_0}{(1 - \lambda)}$$

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 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. Tais exemplos são descritos na equação abaixo:

$$R1 = \frac{Ro (1 - a)}{(1 - \lambda) [1 - a(\lambda)]}$$

*Se  $a(\lambda) > a$ ;  $R1 > R$ ; se  $a(\lambda) < a$ ;  $R1 < R$*

Este seria o chamado “Desafio de Haavelmo”: discutir como a distribuição de renda<sup>63</sup> poderia ser alterada pelo redirecionamento de impostos e gastos públicos<sup>64</sup>, 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<sup>65</sup> 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

<sup>63</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).

<sup>64</sup> Vale frisar que esta é uma observação à luz da crítica de Kaldor a Haavelmo, quanto ao papel das propensões marginais face à redistribuição da renda, e não um desafio assumido pelo próprio Haavelmo ao longo de seus trabalhos na pesquisa econômica.

<sup>65</sup> A partir da renda líquida, pois a partir da renda bruta não deveria mudar.

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 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, 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, o que seria gerado pela destruição convencional de moeda pela tributação. O vazamento de renda em questão, para a geração de recursos públicos, deixa de ser feito pela tributação. 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>66</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

---

<sup>66</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).

agregado” se mantém constante<sup>67</sup> (o modelo original de Haavelmo assume que as propensões não mudam) porque a poupança, 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,  $\Delta T = \Delta G =$

---

<sup>67</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).

$\Delta Y$ . Isto corrobora a hipótese de “I” 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” porque 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 produzir 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>68</sup>, alterando assim, o processo de determinação da renda e da poupança agregada.

[...]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 is 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

<sup>68</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)” apud (TERRA; FERRARI FILHO, 2010, p. 10).

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, p.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”. 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, 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”, por mais 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 simultânea 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 na forma de modelagem matemática perante a construção de modelos econômicos. Ambos, mesmo tendo utilizados arcabouços teóricos 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 teórica, 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 reutilizá-la 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. Por outro lado, 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 mudanças na política fiscal e na política monetária, dentro de uma estrutura de moeda exógena, razão pela 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-out* de gastos privados (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 (equilíbrio fiscal permanente) 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 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 de 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<sup>69</sup> 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, garantidor 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 e sobre o consumo impede que este último 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

---

<sup>69</sup> Impostos sobre compras de bens por pessoas físicas no exterior, comumente regidas sob valores máximos, em moeda estrangeira.

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.

A escola neoclássica ressuscitou uma hipótese de Ricardo (1988 [1817]) acerca do que poderia ser uma correlação entre a criação de dívida pública e o processo de formação da poupança. No que se convencionou denominar por “equivalência ricardiana”, os déficits públicos seriam o motor da expansão da poupança privada. Sob uma lógica direta de “fundos emprestáveis”, diferente da equivalência ricardiana, a poupança seria correlacionada positivamente à taxa de juros. Quer dizer, quanto maior for a taxa de juros, maior será a procura por títulos públicos, e assim maior será a poupança privada, pois nas economias clássica e neoclássica a poupança somente é entendida como “poupança” por estar sob a forma de títulos. A moeda em si não representa nada, não é nenhum ativo, é um mero meio para sancionar as transações. De modo diferente, mas ainda dentro dos pressupostos clássico e neoclássico, pela equivalência ricardiana se deduz o fato que se houvesse um processo de reduções dos déficits públicos, ou seja, de amortizações do estoque da dívida pública, seria também reduzida, gradativamente, a poupança privada em função da moeda não ser convertida em títulos públicos. No que concerne à formação da poupança privada, num balizamento entre as noções clássicas e neoclássicas em relação à teoria da realocação da poupança interna, as primeiras somente atribuíam a formação da poupança privada à aquisição de títulos, sendo este um referencial teórico que faz emergir um antagonismo claro diante da reestruturação da poupança privada sob uma estrutura de capacitação das finanças públicas por meio de uma moeda autônoma à tributação e à renda, conjugada a um regime de amplas desonerações tributárias.

[...] Uma linha do pensamento moderno sugeriu que o meio de financiamento dos gastos do governo não afetava a taxa de juros. Essa noção é chamada de *equivalência ricardiana*, numa referência a David Ricardo, que deu origem à ideia, embora tivesse dúvidas quanto à sua validade. Alguns economistas novo-clássicos retomaram a ideia da equivalência ricardiana em anos recentes. Se a equivalência ricardiana de fato se aplicasse, então os economistas do lado da oferta estariam certos. Apenas o nível de gastos do governo seria importante; o fato de esses gastos serem financiados por tributação ou por empréstimos não afetaria a taxa de juros. Ricardo sugeriu, porém,

que a poupança privada dependia do tamanho dos déficits. Supunha-se que a poupança privada, portanto, dependesse positivamente dos déficits, uma vez que o público reservaria recursos para pagar sua dívida tributária futura (ou para deixar riqueza, herança, para seus descendentes). A poupança privada, na verdade, cai de forma equivalente à redução do déficit. Isso acontece porque, para cada unidade monetária de títulos não vendidos pelo governo, o público para de poupar uma unidade monetária, que estava reservada para o pagamento de impostos no futuro. Os deslocamentos na oferta e na demanda por fundos de empréstimo equilibram-se, e a taxa de juros fica inalterada. Se a equivalência ricardiana for aplicável, aumentos nos impostos para reduzir o déficit não reduzirão as taxas de juros. Cortes de impostos que causam déficits governamentais não elevarão as taxas de juros. Apenas o nível de gastos do governo importaria. Claro que a aceitação da equivalência ricardiana iria alterar o modo como vemos a situação fiscal atual. Os keynesianos, assim como muitos economistas monetaristas e novo-clássicos, rejeitam a ideia por ela atribuir muito poder de previsão ao público e por apoiar-se em vários outros pressupostos altamente restritivos (FROYEN, 2006, p. 505-506).

Ricardo, dentro de seu modelo hipotético-dedutivo, fazia da prescrição do processo de endividamento público uma esfera normativa, generalista, advinda da ideia abstrata de que a criação de recursos públicos pela emissão de papel-moeda faria com que os comerciantes e os bancos perdessem a remuneração<sup>70</sup> dos “juros” nas atividades econômicas. O que seria o prejuízo<sup>71</sup> da causa pública era na verdade, uma espécie de paradoxo a partir do pensamento de Ricardo. Os gastos públicos improdutivos para o pagamento de juros eram, para Ricardo, a “grande virtude” do sistema econômico, em que os recursos do Estado seriam sistematicamente transferidos para as mãos dos agentes privados. O agravante desse processo estava no fato de que, além de transformar o Estado em pagador perpétuo de juros, faria com que o tamanho da dívida pública se transformasse no referencial do tamanho dos “juros” recebidos pelos compradores dos títulos públicos (os poupadores por esta lógica) e por extensão nos juros praticados no mercado.

[...] O fundo de amortização é administrado por delegados responsáveis apenas perante o Parlamento, e o dinheiro colocado sob a sua guarda é feito com a maior regularidade. Quais as razões para duvidar de que as emissões de papel-moeda não poderiam ser reguladas com idêntica fidelidade, se confiadas a uma administração similar? Alguém poderia argumentar que, embora o Estado e, portanto, os contribuintes obtivessem vantagens evidentes com este processo de emissão de papel-moeda, pois uma parte da dívida nacional em relação à qual o contribuinte pagaria juros seria convertida numa dívida não passível de juros; contudo isso seria desvantajoso para o comércio, na medida em que impediria que os comerciantes obtivessem dinheiro emprestado e descontasse suas letras, o que constitui em parte o método pelo qual o papel-moeda é emitido. Isso, no entanto, supõe que não se poderia obter dinheiro emprestado se o Banco não o emprestasse, e que as taxas de juros e de

<sup>70</sup> Reconhecimento nítido de que a amortização da dívida pública, por meio de sua monetização, atrapalharia as esferas de interesse dos capitalistas em função de que uma dívida pública decrescente resultaria numa também decrescente necessidade de colocação de títulos pelo Estado, sob taxas menores de juros, as quais reduziriam os lucros com a negociação dos referidos títulos.

<sup>71</sup> No sentido de se considerar que a dívida pública é, em qualquer circunstância, um instrumento refreador da capacidade de investimento do Estado e um mecanismo de concentração de renda em setores não produtivos da economia.

lucros de mercado dependem do montante de emissões de dinheiro e do meio que é utilizado para realizá-las (RICARDO, 1988, p.195).

Keynes (1982 [1936]), utilizando o mesmo jargão de Ricardo (1988 [1817]), ao citar os fundos de amortização, percorreu um caminho oposto no que correspondia à lógica de efetivação dos déficits públicos para o processo de formação da poupança privada. Os fundos de amortização da dívida pública, que para Ricardo, fariam com que o incentivo a poupar viesse a ser reduzido, dada à perspectiva de redução da necessidade do Estado em emitir novos títulos públicos, o que faria com que a taxa de juros declinasse, reduzindo de tal forma a “poupança privada”, eram, para Keynes, justamente, um fator de obrigação, para os indivíduos, de poupar recursos forçosamente em razão do crescimento das obrigações tributárias. Obrigações tais que, por distorções do próprio sistema tributário, não atuavam corretamente como meio de redistribuição de renda, pois a incidência dos impostos era irregular, no que tangia às questões dicotômicas entre tributação sobre a renda versus tributação sobre heranças, de tal maneira que as possibilidades de uso da política fiscal, pelo viés da redistribuição da renda agregada, como instrumento de reformulação das propensões marginais a consumir era simplesmente negligenciado.

[...] À medida que o incentivo do indivíduo para poupar depender dos futuros rendimentos que espera, ele evidentemente dependerá não só da taxa de juros, como também da política fiscal do governo. Os impostos sobre a renda, particularmente quando grava a renda ‘não ganha’, os impostos sobre lucros de capital, sobre heranças etc., são tão importantes quanto a taxa de juros, sendo assim mesmo possível que as modificações eventuais da política fiscal tenham, pelo menos nas expectativas, maior influência que a própria taxa de juros. Se a política fiscal for usada como um instrumento deliberado para conseguir maior igualdade na distribuição das rendas, seu efeito sobre o aumento da propensão a consumir será, naturalmente, tanto maior. Convém levar igualmente em conta a influência exercida sobre a propensão agregada a consumir pelos fundos de amortização que o governo reserva para saldar sua dívida, utilizando o produto dos impostos comuns. Estes fundos representam uma espécie de poupança de empresa, de modo que uma política tendente<sup>72</sup> a criar grandes fundos de amortização deve ser considerada, em determinadas circunstâncias, como uma forma de reduzir a propensão a consumir. Por esta razão, uma reviravolta da política do governo, passando do endividamento à criação de fundos de amortização (ou *vice-versa*), pode ocasionar uma séria diminuição (ou notável expansão) da procura efetiva (KEYNES, 1982, p.87).

O processo de amortização da dívida pública é um dos campos de aplicação da teoria da realocação da poupança interna. Da mesma forma que o mecanismo de criação e destruição

---

<sup>72</sup> Nesta citação, o termo “política tendente” se refere a uma política de expansão da carga tributária para a formação de fundos de amortização da dívida pública, a qual comprime, por sua vez, pela mesma tendência, a propensão marginal a consumir. Esta observação se encaixa de forma estratégica nos pressupostos de execução da teoria da realocação da poupança interna, pois as desonerações tributárias são um motor de reformulação das propensões marginais a consumir, a poupar e a investir, considerando-se, sobretudo, o maior nível de renda agregada guiado pelos investimentos públicos e pelos gastos públicos.

automáticas de moeda determina a formação das finanças públicas, também determina a recompra dos títulos públicos, pelo Tesouro Nacional, sem haver expansões na oferta de moeda, sob a mesma estrutura que é dada à execução dos gastos públicos e dos investimentos públicos. Por este sistema de amortização da dívida pública, a redução gradual da necessidade de emissão de novos títulos públicos, que permite a também redução da taxa de juros que remunera os próprios títulos públicos, faz com que se reestruture o processo de formação da poupança interna, tendo como referência a “poupança privada”. Poupança privada em função da reestruturação dos portfólios bancários, com a reformulação das aplicações financeiras baseadas na negociação de títulos públicos, a exemplo, pelo caso brasileiro, dos fundos de renda fixa. Estabelece-se uma migração natural de aplicações financeiras originadas de títulos públicos para aplicações lastreadas em atividades produtivas.

A formação da poupança privada vem a se desatrelar de “formas rentistas”, que tinham na dívida pública uma forma peculiar de regime de acumulação de capital, em favor de setores produtivos da economia, cuja concessão original do crédito, por si só, já se incumbem de reduzir a proporção de “moeda ociosa”, dentro do total de depósitos à vista do sistema bancário-financeiro. Ao contrário da estrutura neoclássica, na lógica keynesiana, a moeda é um dentre os demais ativos financeiros. Por tal razão é que a necessidade de redução do volume de moeda ociosa de uma economia, com o redirecionamento da liquidez para a concessão do crédito para o setor produtivo, é um canal de se reduzir o grau desregrado de alavancagem do sistema financeiro, e de se reduzir, assim, o descolamento entre o processo de criação de moeda (criação original de depósitos à vista pelos bancos comerciais) e o destino desta moeda em relação à produção final de uma economia.

O conceito de déficit público é concebido praticamente por todas as correntes econômicas como sendo o excedente de gastos e transferências do Estado em relação ao que fora arrecadado pela via da tributação. A questão de como cobrir o *déficit público* e quais os impactos deste para a atividade econômica é que vem a ser a variante teórica, metodológica e operacional que é observada entre as mesmas diversas correntes econômicas. Assim, enquanto para Abba Lerner (1943), a emissão de moeda era o recurso direto para a cobertura dos déficits públicos, para Keynes (1982 [1936]) a colocação de títulos públicos se encarregava de tal aspecto, tanto que Keynes (conforme a citação abaixo) frisara *uma época em que o aumento progressivo de desemprego obriga, geralmente, o Estado a fornecer ajuda com recursos emprestados*, isto é, pela colocação de títulos públicos para fazer face à necessidade de caixa do orçamento público, temporariamente deficitário.

[...] É, portanto, natural – ao menos para o termo médio da comunidade – que, em caso de aumento de emprego, o consumo corrente se amplie, porém em menor proporção que o incremento absoluto da renda real, e que, em caso de diminuição do emprego, ele decline, embora não tanto quanto a baixa absoluta do rendimento real. Além disso, o que é certo para a maioria dos indivíduos provavelmente também o será para os governos, especialmente numa época em que o aumento progressivo de desemprego obriga, geralmente, o Estado a fornecer ajuda com recursos emprestados (KEYNES, 1982, p. 195).

Os déficits públicos registrados quando da presença do pleno emprego, com a economia já tendo exaurido o seu limite frente ao produto potencial é chamado de déficit orçamentário estrutural (FROYEN, 2006), enquanto que os déficits de curto prazo, vinculados aos mecanismos de estabilização da renda, são chamados de déficits cíclicos. A dificuldade justamente de exercer a capacidade de arrecadação tributária do Estado é a principal razão de muitas vezes não se fazer ou sustentar políticas públicas no longo prazo. A defasagem de tempo entre receitas geradas e gastos estruturais faz com que sejam abandonados diversos programas de transferência de renda e diversas linhas de desonerações tributárias, os quais, em conjunto, têm um papel direto sobre as propensões marginais a consumir. A sustentação da renda agregada passa, em razão desta “incerteza atribuída à capacidade de arrecadação tributária”, por oscilações abruptas quanto à continuidade da determinação da demanda agregada por força do Estado. A conceituação de *déficit público* esbarra nessa estruturação da geração de recursos pela via da tributação, pois a permanência do nível de demanda agregada induzido pelo Estado, por mais que o mesmo não seja expandido, advém, pela lógica convencional de finanças públicas, exatamente do balizamento dos fluxos de entrada de recursos tributários frente aos fluxos de saída de recursos públicos (gastos públicos, investimentos públicos e desonerações tributárias). Apenas um sistema que fosse capaz de equalizar os dois fluxos, de modo automático, de maneira autônoma à tributação e à renda, respeitando os limites do lado real da economia (oferta agregada), é que assim evitaria toda forma de incerteza quanto à continuidade da sustentação da renda agregada através da demanda agregada conduzida pelo Estado.

[...] Para compreender as diferentes posições dos keynesianos frente aos déficits, é útil fazer a distinção entre *déficits cíclicos* e *estruturais*. Vimos que o déficit orçamentário, em parte, depende do nível de atividade econômica. O déficit cíclico é a parte do déficit que resulta do fato da economia estar em um nível baixo de atividade econômica. Na visão keynesiana, déficits cíclicos que refletem o funcionamento de estabilizadores econômicos são desejáveis. A parte do déficit que existiria mesmo que a economia estivesse em seu nível de produto potencial é chamada de déficit estrutural. Um déficit estrutural não é diretamente atribuível ao comportamento da economia e é a parte do déficit pela qual os formuladores de políticas são diretamente responsáveis. Em outras palavras, o déficit estrutural é o resultado de decisões de formuladores de políticas a respeito de alíquotas tributárias, nível de gastos do

governo e níveis de benefícios para programas de transferência (FROYEN, 2006, p. 497-498).

A relação entre moeda e Estado, construída pela teoria da realocação da poupança interna, estabelece, que a tipificação de déficits públicos deixa de ser atribuída à estruturação do orçamento público. A mensuração dos fluxos de gastos públicos e de investimentos públicos, por não serem mais dependentes da capacidade de arrecadação tributária do Estado, é reestruturada dessa então capacidade de arrecadação tributária do Estado para os níveis de expansão da demanda agregada permitidos pelo produto potencial e pelo balanço de pagamentos. Essa determinação do orçamento público, sobretudo, o orçamento federal, por ser o governo federal o administrador do Tesouro Nacional e do Banco Central, é realizada pela concomitância dos gastos públicos e dos investimentos públicos com a estrutura da destruição automática de moeda. Portanto, exceder os limites do produto potencial e do balanço de pagamentos é algo impossível, com a vinculação de toda a lógica de determinação dos gastos públicos e dos investimentos públicos a estes parâmetros, do lado real da economia, que estabelecem os limites de expansão dos componentes da demanda agregada, conduzidos pelo Estado, em relação aos limites advindos da oferta agregada, ou seja, os limites quanto aos níveis de produtividade da economia e à restrição externa desta mesma economia.

A realocação da poupança interna, em termos da economia real, consiste na realocação de recursos ociosos em recursos produtivos. A transformação do *déficit estrutural* em *equilíbrio fiscal permanente* resulta na reconfiguração contábil, e, acima de tudo, na reconfiguração macroeconômica, por reestruturar os conceitos de fluxos de entrada e de saída de recursos correspondentes à formação do orçamento público, de modo a não mais registrar estes fluxos sob a perspectiva de geração de receitas tributárias, mas sob a estrutura de fluxos monetários atrelados aos limites do produto potencial e do balanço de pagamentos. Fluxos monetários que reciclam a oferta de moeda que já estava em circulação, sem, no entanto, expandi-la. A nova regra fundamental de finanças públicas passa a ser: expansão da oferta agregada e da demanda agregada sem haver expansão da oferta de moeda.

### **3.4 Moeda e Poupança: realocação da oferta de moeda ociosa pela integração da moeda vertical (exógena) com a moeda horizontal (endógena)**

A definição do conceito de “realocação da poupança interna” se incorpora à reestruturação do *finance* keynesiano do circuito *finance*-investimento-renda-poupança-

*funding*. Pela teoria da realocação da poupança interna a poupança pública já passa a ser determinada na esfera do *finance*, de forma exógena, e não pelo acúmulo prévio de poupança, mas pelo mecanismo de criação e de destruição automáticas de moeda, com as Reservas Extra-Bancárias provendo recursos públicos autônomos em relação à tributação e à renda. Tal mecanismo, que possibilita como contrapartida a desoneração tributária sobre o valor agregado também determina a expansão prévia da poupança privada, assim materializada por estes novos preços relativos, por estes virem a reformular as respectivas propensões marginais a gastar, investir e poupar. Pela teoria keynesina, o conceito de *finance* reside na “mobilização de recursos monetários” em função do *animal spirits* dos demandantes de crédito junto aos bancos, os quais sancionam o crédito para a execução dos investimentos, que assim precederão à renda. Na teoria da realocação da poupança interna, o mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda (injeções e vazamentos de renda) precede ao investimento, da mesma forma que o *finance* keynesiano também precede à renda. Mas, de modo contrário ao *finance* keynesiano, estes recursos já se constituem em poupança, no caso poupança pública, pois tais recursos são criados e destruídos (injetados e retirados de circulação) e em seguida reutilizados e novamente destruídos (redirecionados para as Reservas Extra-Bancárias) e assim indefinidamente; ou melhor, dizendo, tais recursos compreendem uma “alavancagem comandada pelo Tesouro Nacional”, pois o Banco Central passa a criar e a destruir depósitos à vista de forma automática e a vir a reutilizá-los, ou seja, expandindo a demanda agregada de acordo com os limites de expansão dos gastos públicos e dos investimentos públicos, isto é, de acordo com o produto potencial e com as condições do balanço de pagamentos.

O conceito de *arranjos financeiros de débito e de crédito* define de acordo com a abordagem keynesiana a noção de *mobilização de recursos monetários* do sistema bancário-monetário, que vem a dispensar a necessidade de existência de uma poupança prévia agregada. Poupança esta, que teria sido, de acordo com a teoria neoclássica, acumulada como sendo um resultado agregado para a abstenção ao consumo e a qual teria sido catalisada “pelas taxas de juros e pela produtividade marginal do capital”. Este é o conceito da metodologia keynesiana que refuta a estrutura central da lógica de “fundos emprestáveis”, a qual define a formação da oferta de poupança a partir da abstenção do consumo e como função da taxa de juros, em que os recursos poupados são direcionados para a forma de títulos, nunca sob a “forma de moeda”.

Na estrutura da teoria da realocação da poupança interna, por seguir a estrutura da abordagem keynesiana, não se aplica a lógica neoclássica dos “fundos emprestáveis” pela

qual se definia que a oferta de moeda disponível para o investimento só deveria existir em função de se existir um volume prévio de poupança. A refutação da necessidade de “oferta de poupança”, como sendo a causa primeira da geração de recursos monetários para a execução de investimentos, consiste na principal aplicação dos argumentos de Keynes para a construção da teoria da realocação da poupança interna porque se assegura a fundamentação da capacidade do Estado de criar a sua moeda de forma autônoma.

[...] A preponderância da ideia de que a poupança e o investimento, tomados no seu sentido literal, podem ser diferentes só se explica, no meu entender, por uma ilusão de ótica, em virtude de a relação entre um depositante individual e seu banco ser encarada como uma transação unilateral em vez de bilateral como realmente é. Supõe-se que um depositante e seu banco podem articular-se de maneira que realizem uma operação que faça desaparecer as poupanças do sistema bancário de modo a se perderem para o investimento, ou, pelo contrário, que o sistema bancário torne possível a realização de um investimento a que não corresponde poupança alguma (KEYNES, 1982, p.77).

Pela teoria da realocação da poupança interna a “mobilização de recursos monetários” é determinada pelo instrumento operacional denominado de “criação e destruição automáticas de moeda”, também denominado de “substituição de fluxos monetários”, que corresponde ao estabelecimento do poder de emitir moeda, para fins de gastos e de investimentos públicos, e ao respectivo poder de destruir (retirar de circulação) um volume de igual valor da moeda emitida que se agrega ao estoque de depósitos à vista dos bancos comerciais, através de uma taxa paralela de compulsórios de 100% sobre o estoque de depósitos à vista, incidente sobre os depósitos à vista do mesmo banco comercial que recebera o depósito (criação de moeda) inicial. Deste modo se mantém inalterada a oferta de moeda em questão e não é sancionada nenhuma pressão de ordem inflacionária, a qual poderia advir da expansão (caso não fosse enxugada a moeda emitida) do volume de depósitos bancários. Este é o mecanismo que já institui a poupança pública na esfera do *finance*, pois a criação e destruição automáticas de moeda, que determina a formação de recursos autônomos para as Reservas Extra-Bancárias, de forma automática, como contrapartida para a criação de depósitos à vista relacionados à execução de investimentos públicos já institui a poupança pública (depositada nas Reservas Extra-Bancárias) e ao mesmo tempo se enquadra nos conceitos de Keynes, de *arranjos financeiros de débito e de crédito* e de *mobilização de recursos monetários*. A criação e a destruição automáticas de moeda consistem numa operação de mobilização de recursos monetários, pelo Estado, para justamente encerrar, de forma automática, posições financeiras de débito e de crédito, as quais se cancelam em razão desse mesmo automatismo operacional em questão.

[...] Keynes demonstrou que a poupança decorre da renda e esta depende do investimento. Ou seja, o investimento gera a renda, que, por sua vez, cresce como um múltiplo do investimento (multiplicador de gastos), e, após este processo, uma parcela da renda é poupada. A poupança é igual ao investimento *ex-post*, mas este é que causa aquela; e não o contrário. O investimento não depende da poupança, mas, sim, uma vez tomadas as decisões de investir tendo como base o *animal spirits* dos empresários, do crédito de curto prazo demandado pelas firmas no intervalo de tempo entre a decisão de investir e a sua implementação, visando a financiar a produção de bens de capital. Essa demanda de crédito foi denominada por Keynes de *finance motive*, que surge de ‘arranjos financeiros de débito e de crédito’ que não necessariamente apresentam como lastro uma poupança ou coisa que o valha. Assim sendo, o papel da poupança é consolidar (mas não financiar) o investimento e, por conseguinte, a acumulação de capital. O adiantamento de recursos, criado a partir de arranjos financeiros, viabiliza o investimento, a geração de renda, e a partir de então, a poupança, a qual será utilizada para superar a vulnerabilidade financeira, que fora criada para credores e devedores, quando aqueles concederam o *finance* para o investimento (RESENDE, 2010, p.75-76).

A ampliação da demanda agregada do Estado (gastos públicos e investimentos públicos) sem incorrer na expansão da oferta de moeda, pelo mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda, corresponde ao argumento levantado por Keynes quanto a não exatidão entre quantidade de moeda e determinação da demanda, na qual Keynes questiona a validade da disponibilidade de oferta de moeda para muitos agentes, os quais meramente reterão a moeda sob a forma de saldos ociosos (mais especificamente sob saldos de poupança), caso este em que a renda real não será expandida. A expansão da demanda agregada pela moeda autônoma do Estado promove o crescimento da renda através da mobilização dos recursos monetários que já estão em circulação, reduzindo gradativamente a proporção de moeda ociosa no sistema bancário-financeiro.

[...] Introduzimos, assim, a moeda em nosso nexos causal e podemos ter uma primeira ideia do modo como as variações na quantidade de moeda intervêm no sistema econômico. Contudo, se nos vemos tentados a considerar a moeda como bebida que estimula a atividade do sistema, não nos esqueçamos que podem surgir muitos percalços entre a taça e os lábios. Embora seja de esperar que, *coeteris paribus*, um aumento na quantidade de moeda reduza a taxa de juros, isto não ocorrerá se a preferência do público pela liquidez aumentar mais que a quantidade de moeda; e, conquanto se possa esperar que, *coeteris paribus*, uma baixa na taxa de juros estimule o fluxo de investimento, isto não acontecerá se a escala da eficiência marginal do capital cair mais rapidamente que a taxa de juros; quando, enfim, se possa esperar que, *coeteris paribus*, um aumento do fluxo de investimento faça aumentar o emprego, isso não se produzirá se a propensão a consumir estiver em declínio (KEYNES, 1982, p.140-141).

O conceito de realocação da poupança interna assume tal definição a partir da promoção de novas configurações de investimento e de poupança, tanto para a poupança pública quanto para a poupança privada, dado o princípio da não-variação da oferta de moeda em função das operações de criação e de destruição automáticas de moeda. A “realocação da

poupança interna” é também inicialmente definida como a reestruturação da poupança interna a partir do *finance* keynesiano do circuito “*finance-investimento-renda-poupança-funding*”. A poupança pública passa a ser gerada já na esfera do “*finance*”, sendo parte constituinte da parcela *exógena* da poupança interna. Essa parcela *exógena* da poupança interna tem sua dimensão *pública*, pela criação e destruição automáticas de moeda para atender a demanda do Estado, e sua dimensão *privada*, pela disponibilidade de recursos oriundos das desonerações tributárias integrais sobre o valor agregado e parciais sobre a renda. Por força da desoneração tributária sobre o valor agregado e da mudança dos impostos sobre a renda (com a tributação sendo direcionada com maior ênfase para as grandes empresas e para as faixas de maior rendimento do trabalho) reformular-se-ão as propensões marginais a consumir, poupar, investir e a própria estrutura de preços relativos da economia.

A esfera do “*funding*” constituirá a parcela endógena da poupança interna a partir da poupança privada, por ser representada pela geração de fundos pelo sistema financeiro, provenientes da maturação dos investimentos públicos e privados. O *funding* deixa de ser a fase exclusiva de criação de fundos para a execução dos investimentos a partir de toda a poupança, pois a criação de recursos públicos, pelas Reservas Extra-Bancárias, já na fase do *finance*, assume a função de criação de fundos de forma antecipada à maturação dos próprios investimentos públicos. Contudo, o *funding* permanece, para a esfera da poupança privada, como sendo a fase de expansão desses fundos (expansão da oferta de moeda-crédito) como decorrência natural (endógena) do crescimento econômico, capitaneado pela taxa de investimento agregado. Esta regra fica restrita aos fundos privados, pois esses passam a refletir a maturação dos investimentos (públicos e privados) como sendo o resultado da criação de moeda *endógena*, decorrente da catalisação do crescimento econômico a partir da intervenção *exógena* da alavancagem comandada pelo Tesouro Nacional.

A moeda *exógena*, advinda da intervenção vertical do Tesouro Nacional e do Banco Central sobre o sistema bancário-monetário, se solidifica como o regime de finanças públicas a partir de uma moeda autônoma do Estado. A função deste sistema de finanças públicas é a de substituir a “tributação” não apenas como meio de geração das receitas públicas, mas acima de tudo como “instrumento de vazamento de renda”. Determina-se o “lastro real fiduciário” da moeda autônoma, disponível para o Tesouro Nacional pelo fato de a moeda em poder do setor público apenas vir a ser viabilizada, sem gerar pressões inflacionárias, se a mesma for originada de um vazamento de renda. Caso o contrário, esta viria a se converter numa moeda inflacionária, salvo em alguns casos típicos da história de utilização de “receitas de senhoriagem” em épocas de recessões agudas. Todavia, tal volume costuma historicamente

ser utilizado em níveis extremamente baixos, como proporção do PIB. Cabe ressaltar que o modelo de *exogenia* da moeda, trabalhado na teoria da realocação da poupança interna, não se relaciona 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 fixar a oferta de moeda e então, por meio de mudanças na demanda por moeda, verificar a ocorrência de oscilações nas taxas de juros. Trata-se, sobretudo, de se demonstrar que a oferta de moeda, que tem seus próprios desígnios finais de forma endógena, possui de forma exógena ou *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”.

As condições de expansão da renda passam a ser ditadas pelo ciclo de criação e destruição automáticas de moeda. No entanto, o equilíbrio entre investimento e poupança agregados, dentro do circuito “*finance-investimento-renda-poupança-funding*”, é dado por condições endógenas. Quer dizer, a “existência ou não” de equilíbrio agregado entre “investimento e poupança” dependerá das condições intrínsecas de evolução do sistema econômico. O que existe no sistema de criação e destruição automáticas de moeda é a criação automática de “investimento público e de poupança pública” na esfera do *finance*, no curto prazo, no momento exato de realização de um depósito à vista concernente à execução de investimentos públicos. A distinção que deve ser feita entre a poupança pública e a poupança agregada (que inclui a poupança privada) consiste na questão de que o conceito de “equilíbrio” para a esfera agregada parte de diversas situações condicionadas à maturação dos investimentos, sobretudo, de investimentos privados, determinados pelo ritmo de crescimento econômico. A poupança pública, no sistema de criação e destruição automáticas de moeda, já está em equilíbrio, tanto contábil quanto macroeconômico, em relação ao investimento público. Todavia, essa mesma poupança pública será parte integrante da “poupança agregada”, formada no final do circuito *finance-investimento-renda-poupança-funding*. O dito “equilíbrio” será alcançado, ou não, em função da geração de recursos privados na esfera do *funding*, fora da alçada da criação e destruição automáticas de moeda pelo Estado, e dependente de forma exclusiva do processo de expansão endógena da oferta de moeda. A poupança pública proverá recursos para investimentos de curto e de longo prazo, do mesmo

modo em que a poupança privada seguirá seu curso natural de longo prazo, no *funding*, agora sendo catalisada pelas transformações de renda provenientes das desonerações tributárias (ainda no curto prazo) e dos efeitos de ampliação dos investimentos públicos e privados.

Na questão do *funding*, a geração endógena da poupança interna, isto é, da poupança privada<sup>73</sup>, atua no sentido de constituir não somente o próprio *funding* da economia como um todo (recursos de longo prazo), mas de representar a expansão da oferta de moeda-crédito, proveniente da maturação do investimento agregado, o qual fora catalisado inicialmente (cumprindo o papel de ‘gatilho’ da demanda efetiva) pelas decisões de gastos e de investimentos do Estado. O crescimento da oferta de moeda-crédito pelo lado monetário será o resultado gerado pelo lado real<sup>74</sup> da economia. É este lastro real que permite verificar a efetividade do processo de criação e de destruição automáticas de moeda pelo Tesouro Nacional, pois ao haver uma expansão da oferta de moeda-crédito sob a forma de depósitos à vista haverá também uma expansão do nível de reservas bancárias, pelo recolhimento convencional de depósitos compulsórios<sup>75</sup>.

Expandem-se também o volume de moeda sob a forma de reservas bancárias, o qual permitirá o respectivo aumento do suporte de liquidez para os bancos comerciais, no que vem a funcionar como o contrapeso das posições de liquidez dos portfólios bancários em relação às operações de saque de depósitos à vista pelo Banco Central (destruição automática de moeda) e também pelos correntistas (pessoas físicas e jurídicas inseridas no raio de atuação das execuções orçamentárias, isto é, receptoras do crédito público, dos gastos e dos investimentos públicos) no que tange à destruição dos depósitos à vista, seja para a retirada pura e simples de recursos da rede bancária, seja para a criação de novos depósitos à vista em

---

<sup>73</sup> Corresponde à fase da expansão da moeda-crédito pelos bancos comerciais, da expansão dos lucros nominais e dos salários. A fase exógena da realocação da poupança interna, para a poupança privada, é a fase inicial das desonerações tributárias, em que são reformuladas as propensões marginais.

<sup>74</sup> Expansão da oferta de moeda-crédito como resultado da expansão da oferta e da demanda agregada, isto é, expansão do crédito bancário para o atendimento dos novos patamares da atividade econômica e da distribuição da renda agregada. O lado real da economia se institui como o catalisador principal do lado monetário, ao invés do emprego da política monetária como instrumento de expansão inicial do crédito e da oferta de moeda.

<sup>75</sup> A situação descrita corresponde à elucidação do encadeamento de que a expansão da oferta de moeda-crédito, como resultado da expansão da atividade econômica, se inclui na esfera de aplicação da taxa tradicional de recolhimentos compulsórios sobre depósitos à vista, além das outras formas de recolhimentos compulsórios. No caso, a expansão da poupança privada, em sua fase endógena, corresponde não apenas à expansão da oferta de moeda-crédito em função do ritmo da atividade econômica, mas ao também reforço do estoque de reservas bancárias tradicionais, pois o papel da política monetária contracionista, em sua amplitude, atua neste espectro de crescimento das reservas bancárias para a regulação dos níveis de liquidez de todo o sistema financeiro. O que necessita ser esclarecido, nesta movimentação, é que o crescimento das reservas bancárias tradicionais (pelo acirramento do recolhimento compulsório tradicional) é estabelecido como decorrência do crescimento de toda a atividade econômica, sendo o resultado de um “lastro real” do crescimento da produção, e não uma simples reorganização de ordem monetária sem vinculação com a atividade produtiva.

outros bancos comerciais, cuja liquidez poderá ser aproveitada por meio do mercado interbancário. O que importa enfatizar é que a esfera do *funding* passa a cumprir a função última de estabilização de fundos de todo o sistema bancário-financeiro, sendo uma etapa posterior ao crescimento da renda agregada, e não a “consolidação da poupança interna” como causa primeira da expansão da atividade econômica.

A criação e destruição automáticas de moeda determinam o chamado *fundo rotativo* para as finanças públicas. A identificação<sup>76</sup> do sistema de criação e destruição automáticas de moeda, também conhecido como “sistema de substituição de fluxos monetários” assume a forma equivalente da definição de *fundo rotativo*, definida por Victoria Chick. No *fundo rotativo* de Victoria Chick, a administração da carteira<sup>77</sup> dos bancos é regida pela cobertura de pagamentos que se faz através dos fluxos de saques e depósitos, em que os fluxos de saques não geram perdas em razão de haver fluxos de depósitos ocorrendo ao longo do sistema. Os depósitos bancários assumem uma dimensão dinâmica em relação à formação dos portfólios bancários, abandonando a visão estática (digamos do século XIX e começo do século XX, época da vigência internacional do padrão ouro) na qual os depósitos à vista assumiam a forma majoritária de “poupança”.

O processo de evolução do sistema bancário, ao capacitar a acumulação de capital sob a forma financeira, propiciou ao mesmo tempo a incorporação de avanços tecnológicos, como a busca incessante pela desregulamentação do sistema financeiro. Isto possibilitou aos bancos (sejam comerciais, de investimentos, ou múltiplos) se apropriarem de depósitos de outros bancos para a ampliação das carteiras próprias de investimentos, e assim fazer do formato original de alavancagem de depósitos à vista uma imensa proliferação de criação de novos ativos financeiros (desvinculados dos próprios depósitos à vista que deram suporte à criação

---

<sup>76</sup> As finanças públicas regidas pelo sistema de criação e destruição automáticas de moeda passam a ser inseridas num mecanismo de forma equivalente à estrutura de *fundos rotativos* de Victoria Chick pela razão de que os fluxos de saques e depósitos das contas correntes, realizados pelos recebedores dos depósitos à vista do Banco Central, vêm a ser cobertos de forma automática pelas próprias movimentações do Banco Central perante os bancos comerciais. Isto ocorre, pois não apenas o próprio Tesouro Nacional (em sua movimentação exclusiva dentro do Banco Central) possui sua liquidez restabelecida nas Reservas Extra-Bancárias, pela destruição automática de moeda, mas todo o sistema bancário não vem a incorrer em perdas de fluxos de caixa (por conta dos saques bancários) em razão da provisão de liquidez em função da ampliação de recursos recolhidos pelas reservas bancárias tradicionais.

<sup>77</sup> As carteiras dos bancos comerciais passam a ser alteradas como decorrência da reestruturação do processo de acumulação de capital implementado pela mudança de trajetória econômica induzida pelos investimentos públicos e pelos gastos públicos. A redução da proporção de moeda ociosa de todo o sistema bancário-financeiro também se insere como decorrência da reestruturação da introdução do mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda, por haver a reorientação da expansão da moeda-crédito para bases produtivas e pelo fato das finanças públicas adquirirem a forma de *fundos rotativos* por ser um sistema em que não há perdas de liquidez para o Banco Central e nem para os bancos comerciais receptores dos depósitos à vista, tanto pelo ajuste automático (Reservas Extra-Bancárias) para o Banco Central quanto para os bancos comerciais (reservas bancárias tradicionais).

dessas novas carteiras de portfólios bancários). A criação e a destruição automáticas de moeda encontram espaço nesse processo por justamente aproveitar o avanço tecnológico para agora servir aos propósitos de formação das finanças públicas através da administração dos fluxos monetários do próprio sistema monetário (bancário e financeiro). A injeção de um fluxo de moeda advindo do Banco Central (seja pela emissão de moeda, seja pela utilização de recursos das Reservas Extra-Bancárias) só é efetuada quando se retira de circulação (de forma automática) um fluxo de moeda de mesmo valor, além de ocorrerem ajustes de liquidez por parte dos compulsórios tradicionais. Com isto, se cumprem as funções de determinação dos recursos públicos, isto é, de determinação da demanda agregada, e da renda propriamente dita, sem multiplicações de depósitos à vista por conta desses depósitos do Banco Central.

O *fundo rotativo* do Estado se estabelece porque os fluxos de depósitos que são criados pelo Banco Central, para o Tesouro Nacional, são compensados pela retirada de fluxos de moeda equivalentes em valor aos fluxos ora injetados, de forma que a administração dos recursos do Estado se dá de forma “circular”, “rotativa”, sem expandir a liquidez existente na economia, mas cumprindo o papel de expansão da renda agregada por conta do redirecionamento desta mesma liquidez. As finanças públicas passam a ser um *fundo rotativo* por deixarem de depender dos fluxos de moeda advindos da tributação, para passarem a ser constituídas de fluxos de moeda advindos da gerência da conta “Reservas Extra-Bancárias”. Todo fluxo de moeda injetado na economia, a crédito do Tesouro Nacional, somente é efetuado por existir um fluxo de moeda (de mesmo valor) que é retirado de circulação de forma automática, mas que passa a ficar à disposição do Banco Central (na conta “Reservas Extra-Bancárias”) para ser utilizado sob a forma de novas rodadas de injeções de fluxos de moeda, para o Tesouro Nacional, no que corresponde a novas rodadas de criação e destruição automáticas de moeda. Determina-se, de tal modo, as finanças públicas, e a renda, de forma independente à tributação e à própria renda, dada a eliminação da oscilação<sup>78</sup> de expectativas quanto à capacidade de arrecadação tributária conforme as projeções de crescimento econômico.

[...] A consequência do fato de que os depósitos são bastante utilizados como meios de pagamentos é que a situação de liquidez dos bancos não depende da *poupança*. Keynes faz uso deste fato ao argumentar (1937, 1939) que o nível de equilíbrio do investimento é financiado por um ‘*fundo rotativo*’ de crédito bancário, rotativo porque assim que o dinheiro é gasto, a liquidez do banco é restabelecida – isto é, o dinheiro retorna ao sistema bancário. Somente a retenção de moeda pelo motivo

<sup>78</sup> Eliminação da incerteza em relação à formação do orçamento público por este não vir mais ser determinado conforme a capacidade de arrecadação tributária, mas de forma *ex-ante* a tributação e a renda agregada, pela moeda autônoma do Estado.

*finance*, entre a decisão de investir e a sua execução, diz ele, diminui a liquidez. Ele negava que o restabelecimento da liquidez bancária tivesse algo a ver com o reembolso aos bancos. Isto pareceu muito estranho a Dennis Robertson. A mim também, embora por razões diferentes. Primeiro, Keynes parece ter uma visão da moeda retida pelo motivo *finance* como se fosse um montante de notas enfiado no cofre forte da empresa. Se a empresa precisa tomar emprestado do público, nesse caso espera-se que o seu *depósito bancário* aumente; e mesmo isso não é necessário, se o motivo *finanças* for atendido por uma linha de crédito. Um motivo *finance* que não tira dinheiro dos bancos não altera a liquidez bancária – se o resto do argumento estiver correto. E está correto? Se o gasto dos empréstimos restitui aos bancos a capacidade de emprestar exatamente igual à que tinham antes do empréstimo, o que significa acabar com o empréstimo bancário? Como não há dúvida de que o empréstimo é feito com o objetivo de gastar, emprestar sempre é lucrativo para os bancos. Penso que a hipótese do reembolso está implícita no processo descrito por Keynes e é tida como certa. Lembre-se de que o *fundo rotativo* mantém disponível um dado nível de investimentos que se acredita poderem gerar fundos adequados ao reembolso. Aqui há motivo para erro, mas não existe nenhuma indicação de tendência sistemática no sentido de fracasso. De modo que, a qualquer tempo, planos de investimento empreendidos anteriormente estão começando a dar resultados, enquanto novos projetos estão precisando de financiamento. Ao mesmo tempo, alguns empresários estão liberando os recursos financeiros mantidos por motivo *finance*, ao passo que outros os estão solicitando. Com esse cenário armado, era correto argumentar que os bancos, na época de Keynes, não dependiam mais da poupança para poder emprestar. O *fundo rotativo* reflete o fato de que o fluxo circular de renda, consumo, tanto quanto investimento, os lucros e os salários, passam, em quase sua totalidade, pelo sistema bancário. Isto é muito mais verdadeiro hoje, com a grande diminuição do pagamento de salários em dinheiro (CHICK, 1993, p.266).

O volume global de liquidez acaba, gradativamente, sendo convertido de formas financeiras (depósitos à vista vinculados a posteriores criações de aplicações financeiras não produtivas) para depósitos à vista direcionados para as atividades produtivas. Os saldos de depósitos à vista acabam por sofrer influência em seu processo original de alavancagem comandada pelos bancos comerciais, por razão das intervenções do Banco Central para a disponibilização de recursos para o Tesouro Nacional. Os portfólios bancários vêm a se deparar com um maior giro, relativo aos fluxos de depósitos e de saques automáticos, geridos pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central.

A criação e destruição automáticas de moeda se enquadram nas definições de *finance* por se tratarem de recursos gerados de forma automática pela integração direta do Tesouro Nacional com o Banco Central. Do mesmo modo se constituem em *fundo rotativo* do Estado porque a destruição automática de moeda, ao drenar recursos monetários no mesmo instante de execução de um depósito à vista pelo Banco Central, não representa cerceamento de recursos nem para os bancos comerciais e nem para o próprio Banco Central, por se tratar de uma operação cíclica de injeção e de drenagem de liquidez, a qual gera recursos líquidos, imediatos, para o Estado, e impulsiona a atividade produtiva para vários setores da economia. A gestão das finanças públicas sob a forma circular de “criação e destruição automáticas de moeda” vem a cabo da lógica de que o Estado passa a se inserir na atividade econômica não

mais como um ente dependente da tributação de recursos privados para a sua formação, mas de um ente de “reciclagem” da oferta de moeda que já está em circulação, inclusive com o propósito de realocar os recursos ociosos da economia, e por isto vir a ser um catalisador da atividade produtiva vinculada à redistribuição da renda agregada.

A base monetária que dava suporte aos portfólios originais (recursos avindos das reservas bancárias) se apresenta agora como um suporte adicional para esses mesmos portfólios, para a continuidade, ou não, do mecanismo intrínseco de alavancagem comandada pelos bancos comerciais, dentro da estrutura endógena de expansão da oferta de moeda. A endogenia da oferta de moeda se evidencia justamente neste aspecto: como expandir, ou não, o crédito diante de mudanças no ritmo de crescimento da atividade econômica, induzida pela expansão da renda guiada pelas intervenções exógenas do Tesouro Nacional e do Banco Central. As reservas bancárias tradicionais são um excelente termômetro para se aferir esta expansão da renda agregada, pois o maior volume de depósitos à vista recolhidos pelo compulsório tradicional é o sinal de haver um maior giro dos fluxos de depósitos à vista, dado o crescimento da renda.

Verifica-se o fato de que o recolhimento de recursos das reservas bancárias junto ao Banco Central, por parte dos bancos comerciais, é um indicativo de expansão do crédito, em que, entretanto, apenas ocorre o crescimento do volume de recursos recolhidos pelo compulsório tradicional por haver um maior fluxo de geração de depósitos à vista nos bancos comerciais. A constatação apresentada diz respeito ao fato de que é a demanda de moeda que produz novos depósitos à vista, no caso a expansão da renda induzida pelo Estado que desencadeia novas demandas, tanto no lado real como no lado monetário, e que essas mesmas demandas é que impulsionarão as expectativas para a demanda por reservas bancárias por parte dos bancos comerciais. A expansão da demanda por moeda é regida pela expansão prévia da renda agregada, a qual não expande a oferta de moeda.

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

[...] Os depósitos também mudaram a sua função. Pode-se entender que os depósitos eram considerados uma espécie de poupança, quando o dinheiro era mais amplamente usado nos pagamentos: os depósitos podem ter sido uma espécie de saldo precautório, não usado dentro do período de renda. Portanto, a ideia de que os bancos eram apenas canais para a poupança pode ter sido uma generalização útil para um período particular do desenvolvimento histórico dos bancos. Com a utilização mais ampla dos depósitos e a integração do sistema bancário, esta ideia perdeu a sua utilidade, mas para substituí-la surgiu a proposição de que o empréstimo bancário acima da poupança prévia teria como consequência a 'poupança forçada'. O Keynes da *Teoria Geral* descartou esta ideia. Ninguém, argumentava ele, está forçando ninguém a manter depósitos; portanto, não pode haver poupança forçada. Em sua opinião, o processo pelo qual a emissão de novos créditos bancários dá origem a uma mudança na oferta de moeda deveria ser visto como uma transação bilateral entre os bancos e seus credores, isto é, os seus respectivos depositantes. Isso é exatamente o que não acontece. Ninguém pergunta aos portadores de novos depósitos se querem uma oferta monetária agregada maior e tampouco essa questão ocorre a quem recebe os depósitos. Ninguém recusa o pagamento por uma venda justa, porque a fonte de pagamento é um saque a descoberto – do contrário a concessão desse crédito seria totalmente inútil. Mas, no agregado, há agora uma quantidade maior de renda do que antes que *ninguém tinha a intenção* de acumular. Nesse sentido, ela poderia ser chamada de 'forçada'. Há também uma renda maior, e se o crédito financiou o investimento, há também um aumento de poupança agregada, que nada tem a ver com a intenção. A concepção do sistema bancário que sustentara a prioridade da poupança, a saber, de que os bancos eram meros canais para a poupança, era condizente com os estágios iniciais do desenvolvimento bancário, em que os bancos eram muitos e pequenos. Ela se torna incorreta quando os bancos são bastante grandes e unificados para justificar serem chamados de um sistema bancário, e as obrigações financeiras dos bancos se tornaram o meio predominante de pagamento. Por conseguinte, os bancos podem expandir o crédito sem o menor temor de perder reservas de dinheiro. Um banco perde dinheiro quando a pessoa a quem o crédito é concedido, gasta o dinheiro, e aqueles de quem ele compra depositam os seus cheques em outros bancos; o banco que empresta perde o equivalente em dinheiro na compensação dos cheques. À medida que um banco pode contar com o redépósito de fundos em suas agências, depois que aquele que pediu o empréstimo o gastou, depende de sua fatia do total de depósitos. Nestes dias de sistema bancário concentrado em alto grau, as perdas de dinheiro são mínimas. A *fortiori*, quando os bancos tendem a ampliar os empréstimos mais ou menos ao mesmo tempo, um banco qualquer espera se ressarcir de parte das perdas de dinheiro através de suas próprias operações com base no dinheiro que entra como consequência da expansão dos outros bancos. Dessa forma, os bancos em seu conjunto podem aumentar o crédito até um múltiplo das reservas de dinheiro que possuem. Não estão hoje simplesmente emprestando o dinheiro recebido como depósitos (CHICK, 1993, p. 263).

No 1º estágio, os bancos meramente representavam uma espécie de guardiões das poupanças privadas; no 2º estágio os depósitos passam a ser tratados como meios de pagamento, passando a ser usados como moeda; no 3º estágio existe a possibilidade de empréstimos entre bancos, tornando os empréstimos livres da restrição das reservas bancárias<sup>79</sup>; no 4º estágio a imensa leva de diversificações dos produtos do sistema financeiro

<sup>79</sup> “Agora, estas limitam o sistema como um todo, e não mais cada banco individualmente. Assim, o mecanismo do multiplicador monetário não é mais o responsável pela possibilidade de criação de moeda, os bancos podem estender o crédito além das possibilidades impostas por aquele mecanismo. Contudo, apesar dessa maior flexibilidade, eles ainda observam a perda/ganho de reservas quando da decisão de estender crédito. Por exemplo: se um banco observa saldos negativos na balança comercial de uma determinada região, procurará saber se trata de déficits conjunturais ou estruturais. Caso sejam conjunturais, ele continuará estendendo crédito, se forem estruturais, o crédito a essa região será restringido. Para o terceiro estágio do desenvolvimento bancário, Dow (1987) desenvolve um modelo em que existe a possibilidade de empréstimos

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

A semelhança entre os trabalhos de Victoria Chick e a teoria da realocação da poupança interna é o ponto a respeito da relevância da poupança endógena<sup>80</sup>. A substituição de fluxos monetários cumpre o seguinte papel em referência<sup>81</sup> à lógica de Victoria Chick: se o investimento precede a renda, a substituição de fluxos monetários precede o investimento. A moeda em si é o próprio “capital” do Estado, responsável pelo ciclo de investimentos e reinvestimentos, através da substituição de fluxos monetários (criação e destruição automáticas de moeda sem expansão dos meios de pagamentos). Este mecanismo descreve uma sequência de injeções e vazamentos simultâneos de renda; seria uma espécie de “6º estágio” do desenvolvimento bancário, em que a criação e a destruição automáticas de moeda não estariam vinculadas aos conceitos de exogenia (vertical, do Banco Central para os bancos) e de endogenia (horizontal, dos bancos para os próprios bancos) da moeda, mas se

---

interbancários. Nesse modelo, ela inverte a direção de causalidade monetarista e passa a trabalhar com a ideia de que é o crédito que cria os depósitos e que o real limite ao crescimento vem do crédito” (AMADO, 1999, p.218).

<sup>80</sup> Os estágios de desenvolvimento bancário de Victoria Chick são uma forma de descrição do processo de evolução do sistema bancário-financeiro, com o intuito de conceituar a questão da formação da *poupança endógena* como sendo o resultado final de todo um processo de interação entre os agentes econômicos no que tange ao gerenciamento da liquidez. A poupança endógena passa a ser fruto da própria conceituação da *moeda endógena*, no momento em que os bancos passam a criar diversas formas de alavancar a moeda e os respectivos agregados monetários com o passar de sua própria evolução institucional. Com isto, a condução do lado monetário da economia muitas vezes veio a se dar de forma descolada dos fluxos reais produtivos. Também muitas vezes o setor produtivo viera a se refugiar no lado financeiro da economia, como forma de complementação da acumulação de capital, pela atratividade dos produtos do mercado financeiro frente aos lucros provenientes da produção.

<sup>81</sup> Em referência por ser a descrição da capacidade de criação de recursos para o Estado, de forma automática, sem haver perdas de disponibilidade de liquidez para os recursos administrados nas Reservas Extra-Bancárias e sem gerar reduções dos níveis de liquidez dos bancos comerciais. Isto posto, pela razão de que a criação de um depósito à vista pelo Banco Central está atrelada à destruição automática de valores equivalentes do saldo do banco comercial que recebera o depósito à vista do Banco Central (restabelecendo o mesmo nível de recursos das Reservas Extra-Bancárias) e pela razão de que os bancos comerciais passam a dispor dos recursos das reservas bancárias tradicionais para fazer face aos saques das contas correntes, realizados pelos agentes beneficiados por estes depósitos à vista do Banco Central.

trata de um sistema autônomo e independente em relação à circulação monetária. O *fundo rotativo* do Estado é a determinação da poupança pública, de forma exógena, na própria esfera do *finance*. A atuação das Reservas Extra-Bancárias, com a criação dos recursos autônomos, se diferencia da criação de moeda a partir do mercado de reservas bancárias, pois a interação do Banco Central com os bancos, neste caso, não se estabelece do mesmo modo que é feito nas operações de redesconto, pois não se tratam de operações de concessão de crédito aos bancos. Trata-se de depósitos à vista do Banco Central nos bancos comerciais, cujo valor é integralmente sacado do montante de depósitos à vista do respectivo banco comercial onde fora efetuado o depósito. Esta é a definição<sup>82</sup> do conceito de *finance* para a poupança pública, o mecanismo de criação e destruição automática de moeda que cria e destrói a moeda, para o propósito de disponibilização de recursos públicos para a execução de investimentos públicos.

[...] Há um problema quanto a como descrever essa poupança inicial, pois, embora ela não seja deliberada, ela é bastante voluntária. Um keynesiano tradicional diria que o consumo não se havia ajustado ao novo nível de renda e que a diferença havia sido mantida na forma de depósitos bancários. Milton Friedman provavelmente diria que havia um excesso de oferta de moeda. James Tobin apelaria para um desequilíbrio de carteira. Os novos depósitos também corresponderiam à ‘aquisição líquida de dinheiro pela troca’ de Hicks (1939), já que os depósitos representam pagamentos por qualquer coisa em que eles tenham sido usados para adquirir. Há afinidades, também, com a abordagem dos ‘estoques reguladores’. Seja qual for a descrição desses recursos iniciais, duas características ficam claras. Em primeiro lugar, embora os depósitos sejam mantidos voluntariamente, não há uma real decisão de poupar. Os depósitos representam uma aceitação passiva (e grata) de meios de pagamento por trabalhadores e comerciantes. Parte deles será, certamente, usada para consumo; e parte, poupada, seja como depósitos, seja em outra forma. Se forem usados para comprar títulos, por exemplo, os depósitos continuarão nos bancos, embora sua titularidade seja transferida dos compradores para os vendedores dos títulos. Se usados para consumo, os depósitos também continuarão nos bancos. Em segundo lugar, o ponto em que quero insistir é que, enquanto os indivíduos aceitam com alegria os direitos sobre os depósitos — afinal de contas, a aceitabilidade é uma característica fundamental dos meios de pagamentos —, ninguém, na verdade, pergunta àqueles que subsequentemente detêm depósitos maiores se concordam com o crescimento dos balanços dos bancos, incluindo os débitos devidos a depósitos. Nesse sentido macroeconômico, embora não para o indivíduo, a poupança é involuntária {KEYNES, 1936, p.81-85} apud (CHICK, 1994, p. 17,18).

O regime de criação e destruição automáticas de moeda, também definido como regime de substituição de fluxos monetários, se adéqua à definição original de *fundo rotativo*, de Victoria Chick, pelo fato de que os pagamentos executados pelo Estado são determinados de forma simultânea às respectivas fontes de criações de recursos. Da mesma maneira que

---

<sup>82</sup> Determinação da poupança pública na esfera do *finance* por ser originada da criação e destruição automáticas de moeda. A esfera do *finance* é exatamente a esfera de mobilização de recursos monetários pela captação de depósitos entre os bancos. Neste sistema, o próprio Banco Central se incumbe da realização de criação e da destruição automática de recursos, na integração direta entre o Tesouro Nacional e o Banco Central, ao invés da situação usual de captação de depósitos entre os bancos no assim concebido mercado interbancário.

pelo *fundo rotativo*, a utilização de depósitos à vista para a execução de pagamentos não gera perdas para os bancos, por razão dos bancos possuírem alta capacidade de captação de depósitos de outros bancos, o mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda, com a constituição das receitas públicas e da poupança pública na conta de Reservas Extra-Bancárias, impede quaisquer oscilações de disponibilidade de recursos para a execução dos gastos públicos e dos investimentos públicos. Toda a execução orçamentária do governo federal (responsável pela gestão integrada do Tesouro Nacional com o Banco Central) se enquadra no princípio da formação de despesas acopladas à automática formação de receitas. A criação de um depósito à vista, pelo Banco Central, seja de investimentos públicos, seja de gastos públicos, se incumbe, pela destruição automática de moeda, de drenar de circulação um respectivo montante de recursos, de valor equivalente ao depósito à vista efetuado, proveniente do volume de depósitos à vista da carteira de depósitos do banco comercial que recebera este depósito à vista efetuado pelo Banco Central.

Determina-se, por esta regra de automatismo entre depósitos e saques realizados, de forma automática pelo Banco Central, a gestão das finanças públicas sob forma autônoma e circular, isto é, desvinculada da necessidade de tributação de recursos da renda agregada (como forma prioritária de geração de recursos públicos) e vinculada ao ciclo peculiar de “rotação de recursos” administrados pelo Banco Central. Rotação no sentido de que a injeção de depósitos à vista é acompanhada de uma drenagem de recursos monetários dos saldos dos depósitos à vista do banco receptor do depósito à vista criado pelo Banco Central, e que esses recursos drenados (equivalentes em valor à injeção de moeda pelo Banco Central) ficarão à disposição do próprio Banco Central para vir a criar novas rodadas de injeções de moeda, também acompanhada de destruições automáticas de moeda. Este é o sentido de “rotação de recursos”, de “administração de recursos públicos sob a forma circular”, em que a não dependência do Estado em absorver recursos privados para a formação das finanças públicas é também uma forma de induzir a expansão da renda privada, pela indução ao maior giro da oferta de moeda. A criação de depósitos à vista, de investimentos públicos e de gastos públicos tem a capacidade original de não expandir a oferta de moeda (dada à destruição automática de moeda) e a maior capacidade de se promover expansões posteriores da demanda de moeda para o atendimento ao maior nível de renda agregada propiciado. O compasso entre saques e depósitos, para os bancos comerciais, passa a ser inserido numa nova dinâmica, atrelada à determinação da renda originada da determinação dos investimentos públicos e dos gastos públicos. O *fundo rotativo* da alavancagem comandada pelos bancos

comerciais passa a ser regulado pelo *fundo rotativo* da alavancagem comandada pelo Tesouro Nacional<sup>83</sup>, isto é, pelo mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda.

A alavancagem comandada pelo Tesouro Nacional é na verdade um instrumento de realocação da oferta de moeda “ociosa” do sistema bancário-financeiro. Moeda ociosa esta decorrente da alavancagem comandada pelos bancos comerciais, e que se tem sua formação impelida pela oferta de moeda proveniente das desonerações tributárias promovidas pelas políticas públicas introduzidas com base na teoria da realocação da poupança interna. A alavancagem comandada pelo Tesouro Nacional se situa perfeitamente como um “novo estágio” de evolução bancária, dentre os estágios identificados por Victoria Chick, ao se instituir como um *fundo rotativo* do Estado. O *fundo rotativo* do Estado é a melhor forma de se descrever o mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda, ou mecanismo de substituição de fluxos monetários, pois a injeção e a retirada automáticas de recursos para o Estado, sem afetar a liquidez<sup>84</sup> do sistema bancário-financeiro, não constitui nenhum processo de criação de “receitas de senhoriagem” e muito menos sequestro de recursos da liquidez dos bancos comerciais

A formação de reservas ociosas é um fenômeno identificado tanto por Keynes (1982) quanto por Marx (1996). As reservas ociosas podem ser observadas pelo prisma da preferência pela liquidez de Keynes, da mesma forma que são observadas como decorrência direta da estrutura de acumulação de capital descrita por Marx. Neste sentido, a distinção entre esses dois planos de análise se faz a partir dos diferentes métodos empregados. Keynes fundamentou a preferência pela liquidez através das decisões dos agentes em gastar ou em reter moeda diante das incertezas dos desígnios vivenciados pelas conjunturas econômicas.

Marx expôs a formação de reservas ociosas como uma decorrência do funcionamento do sistema de crédito do próprio capitalismo<sup>85</sup>, ou seja, as reservas ociosas se originam da

---

<sup>83</sup> O mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda se refere à esfera do *finance* keynesiano, e estabelece que a poupança pública já seja determinada no *finance*. Somente a poupança privada é determinada na esfera do *funding keynesiano*. Esta é a reformulação da teoria da realocação da poupança interna para o circuito *finance-investimento-renda-poupança-funding*.

<sup>84</sup> Criação e destruição automáticas de moeda que promovem uma intervenção vertical sobre o sistema bancário, entretanto, sem reduzir os níveis de liquidez deste mesmo sistema.

<sup>85</sup> “Tomando o caso estadunidense como referência, observa-se que a centralização das reservas bancárias sob a guarda dos Bancos da Reserva Federal, a partir de 1917, possibilitou o financiamento dos EUA na Primeira Guerra, como também da Inglaterra, condição que se repetirá na Segunda Guerra Mundial. Conforme Taylor (1960, p. 187), a ‘Emenda à Lei da Reserva Federal de 1917’ exigiu que todas as reservas dos Bancos membros fossem depositadas nos Bancos da Reserva Federal, proporcionando elasticidade máxima à utilização das reservas. Esse autor também observa que o procedimento bancário estimulou, a partir dali, a centralização na forma de depósitos bancários mesmo das pequenas rendas livres de assalariados, inclusive os estimulando a aquisição de títulos do Tesouro mediante empréstimos tomados aos Bancos do sistema tendo como garantia os bônus do Tesouro. Podemos afirmar que a oferta de capital de empréstimo é plenamente endógena e fruto do processo ininterrupto de acomodação de frações monetárias momentaneamente

existência do próprio sistema, como consequência da superacumulação de capital, e não em função de “falhas” do sistema, originadas a partir de dificuldades de avaliações de tomadas de decisões dos agentes (indivíduos) do sistema. A formação da dívida pública é um processo descrito por Marx como a extração de recursos produtivos da economia para a estruturação de formas improdutivas de circulação monetária, que são, na verdade, formas de criação de uma classe de rentistas ociosos.

[...] A dívida pública torna-se uma das maiores alavancas da acumulação primitiva. Tal como um toque de uma varinha mágica, ela dota o dinheiro improdutivo de força criadora e o transforma desse modo, em capital, sem que tenha necessidade para tanto, de se expor ao esforço, e ao perigo inseparáveis da aplicação industrial e mesmo usurária. Os credores do Estado, na realidade, não dão nada, pois a soma emprestada é convertida em títulos da dívida pública, facilmente transferíveis, que continuam a funcionar em suas mãos como se fosse a mesma quantidade de dinheiro sonante. Porém, abstraindo a classe de rentistas ociosa assim criada e a riqueza improvisada dos financistas que atuam como intermediários entre o governo e a nação – como também os arrendatários de impostos, comerciantes e fabricantes privados, os quais uma boa parcela de cada empréstimo do Estado rende o serviço de um capital caído do céu – a dívida do Estado fez prosperar as sociedades por ações, o comércio com títulos negociáveis de toda espécie, a agiotagem, em uma palavra: o jogo da Bolsa e a moderna bancocracia” (MARX, 1996, Volume I, Tomo II, p.373-374).

Uma diferença metodológica pode muito bem ser identificada no ponto em que para Marx a crise é de excesso de acumulação de capital<sup>86</sup>, a qual obriga os capitais a se desvalorizarem, enquanto que para Keynes a crise é de escassez de demanda efetiva.

[...] Antes do desenvolvimento do sistema de crédito, ou seja, no sistema monetário, o entesouramento funcionalmente contribuía para regular a quantidade de massa monetária em circulação; ele (entesouramento) absorvia a quantidade de moeda que excedia as necessidades da circulação, e do mesmo modo, em momentos de expansão da circulação, liberava moeda, observando-se que esse processo não era instrumentalmente consciente, e sim resultado dos mecanismos da acumulação e circulação capitalista. De Brunhoff (1978, p.38-39) não percebeu que esse mecanismo

---

paralisadas em algum ponto do ciclo reprodutivo. O ciclo reprodutivo de cada capital implica a manutenção e contínua geração de valores monetários que, embora não o integrem diretamente, figuram como condições ou como resultados necessários dele. A acumulação de capital provoca necessariamente o ‘porejamento’ de capital-dinheiro ao longo dos diferenciados e subjacentes circuitos de reprodução, que assumem uma momentânea condição de ‘forma tesouro’, cuja conversão em capital ativo está na dependência da centralização e uso desta massa de capital monetário, tornada possível pelo sistema de crédito capitalista. A derivação do capital portador de juros decorre da compulsão de o capital economizar o dinheiro nas funções de circulação e meio de pagamento, colocando-o como elemento formal de intermediação e criando uma falsa impressão da inexistência de barreiras para realização e criação de valor. O volume de reservas monetárias ociosas expressa a base necessária à formação do capital de empréstimo, organizado sob a forma de sistema de crédito” (TRINDADE, 2012,p.46-47).

<sup>86</sup> “Marx’s view that where excessive accumulation leads to a crisis due to the scarcity of labour there is nothing to stop wages from rising until profits are wiped out altogether, clearly assumes a constant supply of labour over time. If population is rising, profits can not fall below the level which provides for a rate of accumulation that corresponds to the rate of growth in the supply of labour; and once ‘full employment’ has been reached (i.e. ‘reserve army’ is exhausted) there is no reason why wages should not settle down to a new equilibrium level, divorced from the cost of subsistence of labour” (KALDOR, 1961, p.188).

funcional do entesouramento no capitalismo deixa de existir sob o sistema de crédito e o que passa a existir são mecanismos de regulação interna da massa de capital de empréstimo. A forma tesouro, portanto, diz respeito ao conteúdo e desenvolvimento do capital-dinheiro, sendo a manifestação de um momento técnico do processo de acumulação capitalista, o qual origina objetivamente o capital de empréstimo. A forma tesouro é a forma dinheiro do capital que não se encontra em circulação, ou seja, é forma capital-dinheiro latente (MARX, 1981, p. 85) materializado na forma de reservas monetárias que serão ativadas pelo sistema de crédito. Na medida em que o sistema de crédito se desenvolve e centraliza no sistema bancário o conjunto das reservas monetárias particulares, essas formas tesouro tendem a tomar uma nova dinâmica que é a de se tornar elemento do capital de empréstimo global da economia. O capital de empréstimo existe em função da formação das reservas monetárias ociosas no ciclo de acumulação do capital e que, ao se concentrarem no sistema bancário, podem ser ativadas por outros capitalistas, que necessitam de capital monetário para uso no ciclo reprodutivo de suas mercadorias ou mesmo demandadas para fins não reprodutivos, ou seja, destinadas ao consumo dispersivo. A centralização dessas reservas é o que possibilita a máxima elasticidade do sistema de crédito, inclusive alimentando o crédito público e dando vazão para um maior gasto público em momentos extraordinários, como no caso de guerras apud (TRINDADE, 2012, p.46).

Das conclusões de Keynes e de Marx acerca das origens das crises no capitalismo se abre a possibilidade para o diagnóstico de que cabe ao Estado exercer o poder de intervenção e de regulação do sistema financeiro. A formação de moeda ociosa assumiu diversas nuances ao longo da evolução dos sistemas bancários e financeiros. Desde o simples registro do entesouramento, no século XIX, até as mais sofisticadas formas de criações de papéis do mercado financeiro, no século XXI, se pôde constatar a tendência natural das economias capitalistas em desviarem os depósitos bancários, originados de atividades produtivas, para a busca de formas de remuneração desatreladas de forma direta à esfera da produção.

[...] A crise explícita também que o capital financeiro ultrapassou a sua função específica, na divisão social do trabalho, de financiar o processo de produção e de consumo (na condição de 'capital portador de juros'), dando origem ao capital fictício, na forma de papéis e títulos dos mais variados tipos, cujos valores não têm correspondência com a riqueza real existente. O movimento deste capital tende a se deslocar do processo de produção, criando um circuito autônomo de valorização, embora tenha, em última instância, que retirar suas rendas do processo produtivo de criação do valor do qual não participa. Em síntese, o crédito, que de início é poderosa alavanca do processo de acumulação, se transforma, em sua expansão desmesurada, em um dos elementos fundamentais do surgimento e do desenvolvimento da crise geral. Finalmente, a crise, como solução momentânea das contradições do processo de acumulação capitalista, desencadeia um movimento de desvalorização e, no limite, de destruição dos capitais excedentes (produtivos e fictícios). A crise não tem a capacidade de superar essas contradições, mas ao deslocá-las momentaneamente, recria as condições imprescindíveis para a retomada da acumulação de capital. Em suma, as barreiras que levam à desaceleração e, no limite, ao estancamento do processo de acumulação (crise), são levantadas e ultrapassadas, em cada momento, pelo próprio movimento do capital, no seu afã desmedido de valorização e de acumulação (FILGUEIRAS; DRUCK, 2010, p.15).

O conceito de preferência pela liquidez, como indicador de aversão ao risco, por Keynes, converge muito bem ao conceito de capital fictício de Marx, apesar de já terem sido resguardadas as devidas distinções metodológicas. A deflagração de uma crise de escassez de demanda se dá quando ocorre um grau máximo de aversão ao risco, com a exacerbação da preferência pela liquidez, a exemplo das crises mundiais de 1929 e de 2008. A preferência pela liquidez, em seu grau máximo, é materializada pelo comportamento abrupto de se buscar ativos líquidos, senão a própria moeda, dadas às incertezas frente às flutuações dos cenários de investimento. O que resulta na redução gradativa dos investimentos em capital produtivo e na deflagração do cancelamento de decisões de investimento, pelo lado produtivo, e pela paralisação do crédito tanto para o consumo quanto para a produção.

O conceito de capital fictício de Marx encontra uma convergência nesta discussão, dado que o referido conceito de “capital portador de juros”, decorrente da expansão do capital industrial, acaba por gerar as bases para a deflagração de suas crises, no momento em que os excedentes gerados pela acumulação de capital, originados de bases produtivas, passam a se direcionar para formas de remuneração não atreladas à produção como fim em si. Os excedentes gerados na esfera da produção vêm a ser empregados em ciclos nos quais o “dinheiro busca criar o próprio dinheiro” sem haver a passagem pela esfera do capital produtivo, isto é, sem ter havido a geração da mais-valia, nas definições de Marx. Ou seja, sem ocorrer o emprego da força de trabalho na esfera da produção, como instrumento de geração do valor. O paralelo desta afirmação com a realidade das crises sistêmicas vivenciadas no século XXI guarda a dimensão de que a mesma tendência dos capitais em buscar formas de remuneração a partir da esfera dos bancos, no caso o exemplo do processo de formação do sistema de crédito ainda no século XIX, se aplica hoje com a tendência de redução das linhas de crédito vinculadas à produção em favor do direcionamento à criação desregrada de infinitas formas de aplicações financeiras, tendo como maior a exemplo a disseminação da figura dos “bancos de investimento” com seus famosos “derivativos”, que acabou por deflagrar a crise do *subprime*, nos Estados Unidos, em 2008, a partir da quebra do Lehmann Brothers<sup>87</sup>.

O avanço do sistema capitalista propicia a tendência do descasamento da “moeda” em relação à “produção”. Como Marx mesmo descrevera a forma “capital fictício” para conceituar a obtenção de remunerações por meio da cobrança de juros, Keynes também conceituou a “preferência pela liquidez” como instrumento pelo qual a busca pelo lucro

---

<sup>87</sup> A crise nos EUA se iniciara em 2007, tendo sido este episódio o principal marco nevrálgico de instalação da crise em nível mundial.

visava se libertar da esfera da produção, ao tipificar aí a moeda já como um ativo, destoando fortemente das então visões clássica e neoclássica, as quais atribuíam à liquidez simplesmente um caráter neutro face às transformações da esfera real da economia. A passagem de Marx para Keynes, neste sentido, se faz da percepção original de Marx, que a figura dos “juros” já buscava ser uma forma independente da existência prévia de produção, enquanto que Keynes identificara<sup>88</sup> como motor para a deflagração das crises não a existência da figura dos “juros”, mas a busca pela “retenção da moeda” em detrimento da esfera produtiva como termômetro em razão das incertezas diante da continuidade, ou não, do ritmo de crescimento da atividade econômica. Em ambas as percepções identificam-se o desvio da condução dos saldos dos depósitos bancários, pelos capitalistas, em favor da busca do descasamento entre “geração de depósitos bancários”, por conseguinte “geração de lucros”, e “geração de produção”.

A relação de causalidade não é importante: se o crédito, advindo da captação de depósitos bancários, é o motor para a expansão da produção, ou se a expansão da produção propiciará (de forma endógena) a expansão dos saldos dos depósitos bancários. O que se discute é o fato de que ambos pensadores frisaram que as crises do capitalismo têm, dentre outras razões, a tendência intrínseca de formação de “moeda ociosa” como resultado do já mencionado desatrelamento da criação de moeda em relação à existência prévia de produção.

[...] A oferta de capital de empréstimo pelos bancos e outras instituições financeiras tem uma base objetiva na rotação do capital social, e é geralmente independente da preferência pela liquidez (ITOH; LAPAVITSAS, 1998, cap. 3).

[...] Durante sua rotação, o capital cria fundos ociosos que: (a) compensam a depreciação física e técnica do capital fixo, e pagam sua manutenção e reparo; (b) permitem a expansão da acumulação; (c) absorvem o impacto de flutuações dos preços; e (d) ajudam a garantir a continuidade da produção, dada a alternância entre a produção e a circulação e a necessidade de se manter balanços precaucionários. Estes fundos temporariamente ociosos tendem a ser mantidos como depósitos bancários, e constituem a base das reservas do sistema bancário. Ao serem reciclados pelo sistema bancário, eles podem estimular a geração de mais-valia adicional em outros pontos da economia. A criação regular de moeda ociosa durante a reprodução econômica é o fundamento do sistema de crédito capitalista. De forma geral, o sistema de crédito é um mecanismo para a realocação de fundos ociosos entre capitais industriais e comerciais, aumentando a eficiência do processo de acumulação de capital, e ampliando o seu alcance (SAAD-FILHO; LAPAVITSAS, 1999, p.36).

Independente das visões de Keynes ou de Marx acerca do conceito de moeda ociosa, o aproveitamento teórico para a teoria da realocação da poupança interna se faz pela

---

<sup>88</sup> O motivo de retenção da moeda se fazia como definição inicial da preferência pela liquidez, ou seja, a lógica do entesouramento era um raciocínio de Keynes para a desaceleração da atividade econômica em função da demanda de moeda em detrimento à aquisição de ativos produtivos.

necessidade de fornecer ao Estado a capacidade de realocar essa moeda ociosa<sup>89</sup> gerada pelo sistema financeiro. Cabe à alavancagem de depósitos à vista comandada pelo Tesouro Nacional vir a se sobrepor à alavancagem comandada pelos bancos comerciais. A direção do processo de expansão da oferta de moeda é condicionada pela expansão inicial da renda (sem ocorrer expansão inicial da oferta de moeda), por sua vez determinada pelo crescimento dos investimentos públicos, seguido pelo crescimento dos gastos públicos. A moeda ociosa determinada pela teoria da realocação da poupança interna é representada pela moeda proveniente das desonerações tributárias. No entanto, ocorre, neste âmbito, o fenômeno da formação de “poupança privada”, de forma exógena, pois as desonerações tributárias são acompanhadas de recolhimentos de depósitos compulsórios tradicionais, sobre os depósitos à vista, para o enxugamento de todo o montante de recursos monetários então liberados. A teoria da realocação da poupança interna corresponde à estruturação de um sistema de finanças públicas a partir da alavancagem<sup>90</sup> de depósitos à vista, isto é, de depósitos à vista comandados pelo Tesouro Nacional, os quais se tornam responsáveis pela determinação das receitas orçamentárias públicas (para gastos públicos) e pela determinação da poupança pública (para investimentos públicos). Mantém-se, entretanto, o valor desta mesma moeda pelo fato das operações de criação e de destruição automáticas de moeda não interferirem no volume em circulação<sup>91</sup> da oferta de moeda.

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 sugere que a alavancagem de depósitos à vista comandada pelo Tesouro Nacional corresponde a uma mitigação da

---

<sup>89</sup> O próprio Keynes classificava como depósitos passivos aqueles depósitos que seriam em tese depósitos de poupança, e, que de fato assumiam um caráter de ociosidade perante os ciclos produtivos.

<sup>90</sup> O conceito de alavancagem é definido em razão do Tesouro Nacional, vir a reutilizar, por várias vezes, a mesma “moeda” no processo cíclico de criação e destruição automáticas de moeda. Neste caso, “realocação” significa reutilização e alavancagem.

<sup>91</sup> “Boa parte da atividade bancária pode ser analisada como uma ‘alavancagem’ de moeda fiduciária – mas muitas outras firmas se engajam em atividades similares. Para nossos propósitos, entretanto, a principal diferença entre bancos e outros tipos de firmas envolve a natureza das exigibilidades. Bancos fazem empréstimos comprando ‘reconhecimentos de dívidas’ de ‘tomadores’; isto resulta numa exigibilidade bancária – usualmente, um depósito em conta-corrente, pelo menos inicialmente – que aparece como um ativo (‘moeda’) do tomador. Assim, os ‘credores’ de um banco são criados simultaneamente com os ‘devedores’ do banco. Os credores exercerão quase imediatamente o seu direito de usar o depósito em conta-corrente criado como um meio de troca; as exigibilidades bancárias são a moeda usada por não-bancos. O governo aceita algumas exigibilidades bancárias em pagamentos de tributos, e garante que muitas exigibilidades bancárias serão resgatáveis ao par contra a moeda fiduciária” (WRAY, 2003, p.131).

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 do crescimento desregrado 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.

[...] Se o estímulo monetário não é suficiente para gerar o montante requerido de investimento, alguma combinação de gasto do governo ou cortes de impostos será necessária para manter o pleno emprego. Em uma economia voltada para investimentos contratuais, o gasto do governo será majoritariamente investimento, e os cortes de impostos terão provavelmente um caráter de estímulo ao investimento (ou seja, um estímulo que aumenta os ganhos brutos retidos após os impostos das empresas) (MINSKY, 2011, p.175).

Com o processo de destruição automática de moeda, para a formação de recursos autônomos, na conta “Reservas Extra-Bancárias” (receitas públicas e poupança pública), há uma compressão inicial sobre a liquidez. Pela lógica de Haavelmo (1945), 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 do recolhimento compulsório da liquidez adicional de todo o sistema bancário. Isto garante que a renda e a poupança agregada não serão comprimidas inicialmente, 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 novas injeções de 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 geração de moeda endógena consiste pelo lado monetário, no elemento 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 com os 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, com respeito 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 interferir na determinação da taxa de juros. Para Kaldor<sup>92</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 aos 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 de controle monetário do governo britânico, que desde o final da década de 70 se mostravam ineficientes em tentar “regular a quantidade final de moeda em circulação”. Tal fracasso se devia à relutância em aceitar que as velhas regras monetaristas de um percentual fixo de expansão da oferta de moeda<sup>93</sup>, 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.

---

<sup>92</sup> “O sistema bancário surgiu para exercer uma função muito curiosa na 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, 1993, p.257).

<sup>93</sup> A noção monetarista assume que as expectativas de expansão do nível geral de preços iriam convergir ao nível da taxa fixa de expansão dos meios de pagamentos, pré-anunciada pela Autoridade Monetária.

[...]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 that experienced by any other Western industrialized country (KALDOR, 1986, p.14-15).

[...] Outra vertente teórica a respeito dos conceitos de endogenia da moeda e de "moeda ociosa" é a Teoria do Circuito Monetário. Um dos princípios da Teoria do Circuito Monetário é o conceito de criação de moeda ociosa pelo circuito monetário (sistema bancário-monetário), conforme o processo de agregação de valor, ou seja, conforme o processo de expansão do volume ofertado (sancionado) de moeda-crédito. O horizontalismo e a Teoria do Circuito Monetário, elaborada por autores contemporâneos de origem francesa e italiana, resgatam a metodologia clássica da economia política, que faz análises macroeconômicas sem nenhuma referência a comportamentos, gostos, e preferências individuais. Enfatizando as classes socioeconômicas, propiciam uma clara ruptura com o individualismo metodológico. Segundo Graziani (1989), os agentes econômicos considerados, numa breve descrição das fases estilizadas do circuito monetário, são somente quatro: o Banco Central, os bancos comerciais, as firmas (empresas não-financeiras) e os assalariados (COSTA, 1999, p.141).

A relação da teoria da realocação da poupança interna com a Teoria do Circuito Monetário se estabelece pelo intuito de determinar como o Estado, de forma exógena, pode interagir e, assim, complementar o processo de criação de moeda endógena que é realizado pelo circuito monetário. Esta interação ocorre, conforme o "princípio da demanda efetiva", pelo fato do Estado, através das suas decisões de gastos e de investimentos, poder vir a proporcionar o crescimento da renda agregada, e assim promover a realocação de "moeda ociosa" (ou fundos ociosos, conforme a denominação dada pela Teoria do Circuito Monetário para os depósitos bancários ociosos e demais agregados monetários ociosos, gerados pelo processo de acumulação de capital e de agregação de valor). Realocação esta que consiste na reativação destes depósitos ociosos, ou mesmo dos demais agregados monetários ociosos e

das respectivas reservas bancárias ociosas, para a recomposição das posições de liquidez dos portfólios bancários. Esta recomposição representará o ajuste dos portfólios bancários face aos saques das contas correntes, após a realização dos depósitos à vista do Banco Central nos bancos comerciais (movimento de destruição de moeda após a realização dos depósitos à vista pelo Banco Central).

A realocação da moeda ociosa é na verdade um dos elementos cruciais do processo de criação da moeda-crédito, pelo circuito monetário, por conta do crescimento da atividade econômica. Somado a isto, o papel do Estado, neste modelo de criação e de destruição automáticas de moeda, representa a injeção inicial de renda no sistema, de forma exógena, através da emissão de moeda, em que esta renda, ao sancionar as decisões de gastos públicos e de investimentos públicos, impulsiona não somente o crescimento da renda agregada por si, mas também integra um processo de redistribuição de renda e de geração de ganhos de produtividade. A moeda injetada pelo Estado terá função de dinamizar a economia e com isto impelir o crescimento natural (endógeno) da moeda-crédito pelo circuito monetário. Conforme a moeda for criada (e sancionada de forma endógena) pelo circuito monetário, a moeda cumprirá a função de atuar na quitação de obrigações resultantes de decisões de gastar e de investir dos agentes econômicos, de acordo com o ritmo de crescimento da atividade econômica (agregação do valor).

[...] Os bancos, captando depósitos, atendem à necessidade (ou exigência) de possuírem reservas bancárias, lastreando os empréstimos concedidos, caso tenham recebido demandas de crédito (em função de decisões de gastos). Caso estas se sucedam, podem ampliar a oferta (endógena) de moeda. Pela Teoria do Circuito Monetário, o estoque monetário é considerado uma variável estritamente endógena, pois o circuito se inicia com a criação de moeda no setor não-governamental, independente de qualquer déficit público, e se prolonga com a presença permanente de um débito das firmas com os bancos, assim como dos bancos comerciais com o Banco Central (COSTA, 1999, p.143).

A moeda ociosa corresponde de fato à parcela excedente da renda, originada do crescimento da oferta de moeda-crédito sancionada pelos bancos, não direcionada para o consumo e/ou investimento, e que passa a ser retida sob a forma de depósitos à vista e/ou sob a forma de outros agregados monetários, substitutos diretos destes mesmos depósitos à vista. A alavancagem comandada pelo Tesouro Nacional também corresponde a um ciclo de reaproveitamento da moeda escritural ociosa nos bancos comerciais. O ciclo de criação e de destruição automáticas de moeda para os fins de determinação de gastos públicos e de investimentos públicos reativará a moeda ociosa (poupança interna ociosa sob a forma de depósitos à vista ociosos e/ou sob a forma de reservas bancárias), no momento em que este

ciclo obrigará os bancos comerciais a reutilizar tanto os depósitos à vista ociosos quanto o volume de suas reservas bancárias para cobrir os movimentos de saque das contas bancárias, conforme se der o processo de atendimento da demanda de moeda-crédito, relativa à demanda efetiva, ou seja, às decisões de gastar e investir dos agentes. Tal cobertura é dada face à necessidade de provimento de liquidez para os respectivos portfólios bancários<sup>94</sup>.

O vazamento de renda<sup>95</sup> (pelo compulsório de 100% sobre os depósitos à vista, dos valores equivalentes aos depósitos à vista realizados pelo Banco Central), em substituição, de forma majoritária, à tributação, mais a elevação dos compulsórios sobre os depósitos à vista resultante da drenagem da liquidez oriunda das desonerações tributárias, e mais os próprios saques das contas correntes, pelos agentes receptores dos depósitos à vista do Banco Central, são todas as formas de compressão sobre a liquidez dos bancos comerciais, as quais vêm a obrigar os próprios bancos a buscarem meios de reativarem a “liquidez”. A reativação desta “liquidez” tem diversas origens, dentre as quais o mercado interbancário, as operações de redesconto junto ao Banco Central, fora os diversos outros meios que passam a representar o maior “giro da moeda”, num movimento compensatório de liquidez face à compressão direta sobre os depósitos à vista em função da atuação simultânea de dois recolhimentos compulsórios. A velocidade de criação desta liquidez é de fato a velocidade da demanda por crédito<sup>96</sup>, contrabalançada pelos inúmeros instrumentos de regulação da liquidez, descritos pelos próprios instrumentos operacionais da teoria da realocação da poupança interna.

---

<sup>94</sup> No caso do circuito monetário, os bancos criam o fluxo de moeda por meio do crédito, por isto se emprega a denominação de moeda-crédito, e no caso do Estado, pela teoria da realocação da poupança interna, o fluxo de moeda é iniciado pelo sistema de criação e destruição automáticas de moeda, o qual determina o crédito direcionado (planejado para os setores estratégicos da economia) e o montante de recursos monetários a ser disponibilizado para as finanças públicas (gastos e investimentos públicos).

<sup>95</sup> Os portfólios bancários são mantidos inalterados em relação à determinação destes recursos (no primeiro momento) e são ampliados em função do crescimento da atividade econômica, em função da demanda pela expansão da oferta de moeda-crédito, permitindo a expansão *endógena* da oferta de moeda e da poupança interna propriamente dita.

<sup>96</sup> “O Banco central não tem controle direto – e uma influência indireta muito pequena sobre a quantidade de moeda bancária. A quantidade de moeda bancária é efetivamente determinada pela quantidade de empréstimos bancários. Obviamente, um aumento de moeda bancária deve ser contrabalançado por um aumento de empréstimos bancários (simplesmente devido à contabilização; nosso argumento é que a decisão de aumentar empréstimos é o resultado de negociação privada entre o banqueiro e o tomador. Como a demanda por empréstimos é inelástica, ao menos no curto prazo, mudanças na taxa de juros desempenham um papel secundário na decisão de tomar emprestado/emprestar. Mais importante, é a decisão de gastar que influencia a quantidade de moeda bancária criada. Esta nova visão pode ser resumida muito mais precisamente como ‘dispêndio planejado determina a demanda por empréstimos, a oferta de empréstimos substancialmente se acomoda à demanda, e isto então determina a quantidade de moeda bancária criada’; mais sucintamente, ‘empréstimos criam depósitos’. Assim, a oferta de moeda horizontal é determinada endogenamente, enquanto que a taxa de juros de curto prazo é determinada exogenamente. Finalmente, um exame minucioso da coordenação das ações do Tesouro e do FED demonstra que o Tesouro não precisa das receitas tributárias ou receitas de venda de títulos para gastar, visto que o dispêndio depende apenas da capacidade do tesouro de emitir moeda fiduciária que o público aceita. Antes, a manipulação de suas contas de tributo e empréstimo é parte da política monetária – isto é, para assegurar que as operações do Tesouro não tornem impossível

[...] Em seus termos mais básicos, a abordagem da circulação assume a posição que a produção é realizada por meio de moeda (a força de trabalho é contratada e as matérias-primas são compradas por moeda), em resposta às pressões da demanda efetiva (validada por moeda); a moeda é essencialmente moeda bancária – crédito – que circula numa sequência particular de passos; uma análise desses passos revela a possibilidade de ocorrerem crises de numerosas maneiras, todas elas nascidas de falhas intertemporais em pagamentos monetários, devido a “vazamentos” no circuito monetário. Na literatura moderna, os mais destacados proponentes da abordagem da circulação são encontrados na França (Bernard Schmitt, Jean Cartelier, entre outros), estreitamente relacionados com os do Canadá (Alain Parguez, Marc Lavoie) e da Itália (Augusto Graziani). Três razões convergentes são apontadas para a existência dessa conexão francesa, respectivamente enraizadas na história do pensamento econômico (a importância dada à moeda e ao antagonismo histórico contra a Teoria Quantitativa da Moeda), na organização institucional da economia (uma economia com cobertura do sistema bancário e não dependente de auto-financiamento), e na particular atitude com relação à teorização sobre a moeda (ênfase nas condições de sua criação endógena e no tratamento dos bancos lado a lado das firmas e das famílias) (COSTA, 2012).

Identifica-se a teoria da realocação da poupança interna como uma integração teórica entre a Teoria do Circuito Monetário e os *fundos rotativos* de Victoria Chick em função da “administração circular” das finanças públicas pela teoria da realocação da poupança interna. A razão está no fato de que injeções e vazamentos automáticos de renda, da mesma forma que a criação de depósitos à vista com a respectiva destruição automática de moeda, para a posterior reutilização desta mesma moeda sob a forma de novos depósitos à vista, permite tanto a identificação de similaridades com a lógica do circuito monetário (realocação de moeda ociosa) quanto com a lógica de fundos rotativos (criação de depósitos à vista através da captação de outros depósitos à vista).

A compressão inicial da liquidez, gerada pela destruição automática da 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,

---

alcançar as metas de taxa de juros pela criação de posições de reservas insuficientes ou de excesso de reservas no sistema bancário” (WRAY, 2003, p. 142-143).

assim, as posteriores decisões de dispêndio de fundos 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 ofertado 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 ou real do consumo agregado. Ao contrário, o consumo e a poupança privada crescem como resposta ao 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 e reais.

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 ou reais por força de todas estas intervenções exógenas. No entanto, o consumo vem a crescer de forma menos que proporcional em relação ao crescimento da participação dos investimentos públicos e dos gastos públicos na demanda agregada. 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.

O livro *Money and Credit in Capitalist Economies: The Endogenous Money* (1990) é considerada uma das principais obras de Wray a respeito da endogenia da moeda. Nessa 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. Na Teoria do Circuito Monetário, há obras em destaque a exemplo de: ARENA, R. (Investment decisions in circuit and post keynesian approaches), RANDALL WRAY, L. (Money in the circular flow) e LAVOIE, M. (Monetary policy in an economy with endogenous credit money), na obra de 1996, *Money in Motion: The Post Keynesian And Circulation Approaches*. De fato, a obra de 1996 pode ser considerada uma espécie de ponto de inflexão para a produção de Randall Wray, na medida em que o autor, em sua obra de 1998 estabelece um resgate das finanças funcionais de Abba Lerner, agora acrescido das discussões acerca das integrações entre verticalistas e horizontalistas, para servirem de base para a construção de proposições normativas face às questões de emprego e de transferências de renda. É a partir deste ponto que Randall Wray classifica os assim ditos “cartalistas” 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).

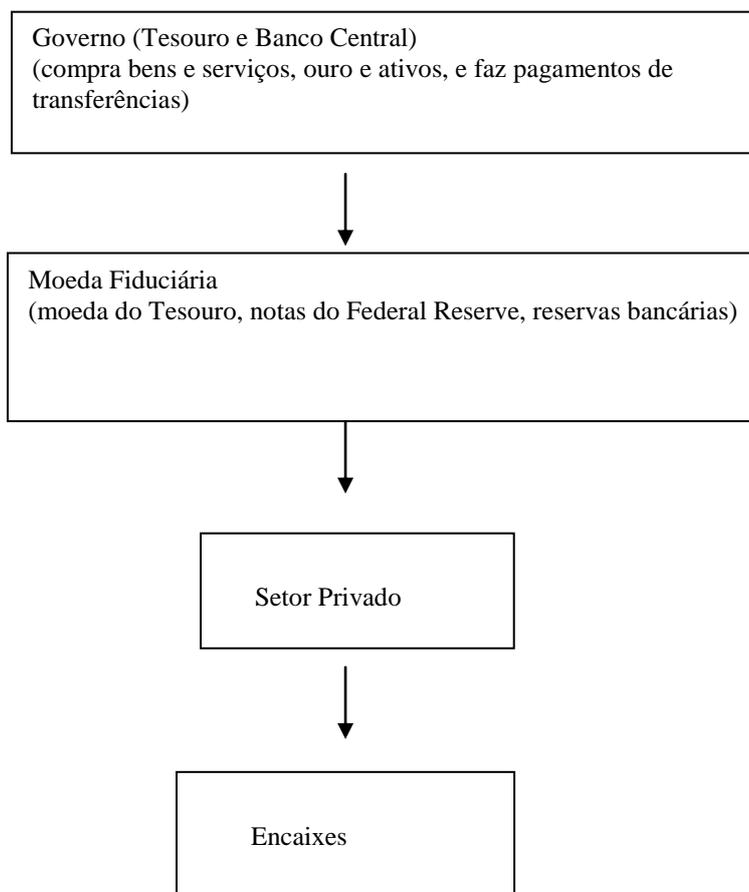
Na teoria da realocação da poupança interna, ao se conceber que a moeda que é criada e destruída automaticamente pelo Estado (alavancagem comandada pelo Tesouro Nacional) é também a moeda que irá catalisar a expansão natural, *endógena*, de concessão de moeda-crédito pelos próprios bancos comerciais, se concebe também uma conexão entre os conceitos-chave de moeda endógena, rendimentos crescentes de escala<sup>97</sup> e de respectiva

---

<sup>97</sup> “Modelos com mudanças tecnológicas endógenas, portanto, exibem rendimentos crescentes de escala, levados em conta os efeitos de aumento no capital e na mão-de-obra sobre a tecnologia. Rendimentos crescentes de escala têm implicações importantes para as políticas econômicas. Com rendimentos crescentes, mudanças na taxa de poupança e, portanto, na taxa de formação de capital, podem ter efeitos permanentes sobre a taxa de crescimento de equilíbrio de longo prazo. Esse resultado contrasta com a teoria do crescimento neoclássica, em que o efeito de mudanças na taxa de poupança sobre a taxa de crescimento era meramente temporário. Com rendimentos crescentes, é possível que, levando em conta o efeito positivo que a formação de capital tem sobre o nível de tecnologia, um aumento na taxa de poupança e, portanto, na taxa de formação de capital resulte em um aumento proporcional na taxa de crescimento da produção. Se isso acontecer, a depreciação não aumentará como fração da produção e não absorverá o nível mais elevado de poupança. A taxa de formação de capital e a taxa de crescimento da produção ficarão permanentemente mais altas. Assim, com mudanças tecnológicas endógenas e, portanto, com rendimentos crescentes de escala, políticas econômicas que afetem a taxa de poupança e, dessa forma, a taxa de formação de capital afetarão também a taxa de crescimento de equilíbrio de longo prazo. Como muitas políticas econômicas governamentais, potencialmente, têm efeitos

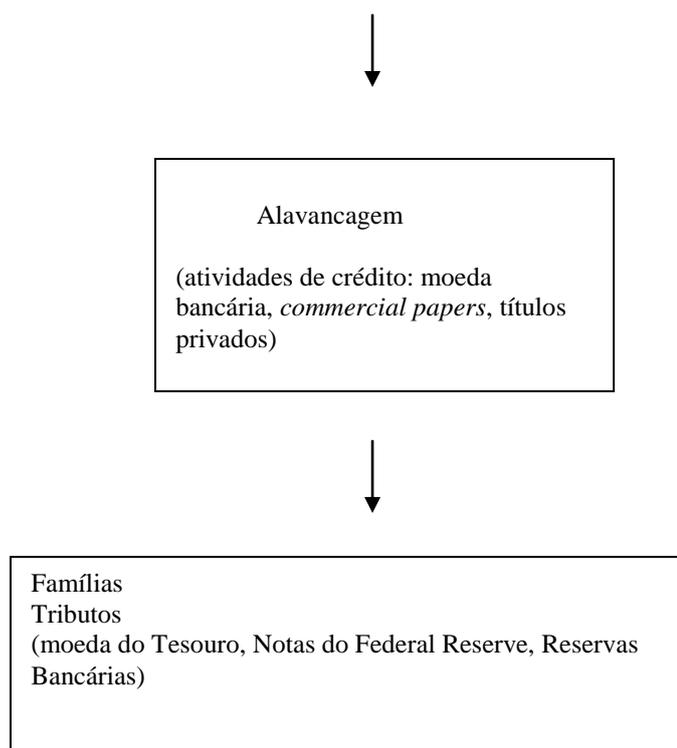
geração e difusão de ganhos de produtividade. Neste sentido, as noções de moeda *exógena* e de moeda *endógena*, pela integração teórica entre Abba Lerner (1943) e Kaldor (1986), se assemelham à lógica de integração vertical e horizontal da moeda, desenvolvido por Randall Wray (2003 [1998]).

[...] Em algum sentido, os verticalistas e os horizontalistas capturam 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; a 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 emitidos pelos bancos). Pagamentos de tributos (que desoneram as exigibilidades), então, drenam moeda financeira, o que pode ser retratado como um movimento vertical do setor privado para o governo (e, daqui, aprofundando a ‘drenagem’, na medida em que a moeda é literalmente queimada, ou simplesmente apagada do lado das exigibilidades do balanço contábil do Banco Central). A diferença líquida entre estes dois fluxos verticais (dispêndio deficitário) leva à acumulação de reservas de moeda fiduciária (dinheiro nas mãos do público mais reservas bancárias). O governo pode também oferecer verticalmente a troca de títulos que rendem juros por caixa e reservas que não rendem juros.




---

sobre essas variáveis, as ações do governo passam a ser importantes para o crescimento de longo prazo” (FROYEN, 2006, pp. 452, 453).



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, todos os tipos de exigibilidades bancárias, na verdade, todos os reconhecimentos de dívidas denominados na moeda fiduciária de conta. Todos estes reconhecimentos de dívidas privadas partilham três características: são denominados na moeda fiduciária de conta, consistem em posições de longo e de curto prazo e são ‘dívida’ interna de curto e de longo prazo que se anulam. Um depósito bancário pode ser pensado como uma posição de longo prazo em moeda fiduciária, enquanto os tomadores de empréstimo do banco têm posições de curto prazo, apostando que serão capazes de obter moeda para a liquidação futura (WRAY, 2003, p.133-135).

A integração teórica entre a abordagem cartalista da moeda e a moeda endógena assume uma “forma aparente” de contradição, dadas as próprias conclusões 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 assume o caráter de uma espécie de resultado *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 subprodutos 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 um 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 um 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.

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 da 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 teórica 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. Por outro lado, dentro da mesma escola pós-keynesiana, temos os chamados estruturalistas, a exemplo de Minsky, que aceitam a lógica da moeda endógena, porém conjugada a certa capacidade de regulação da oferta de moeda pelo Banco Central (MOLLO, 1997, pp.398, 399). No entanto, não representam 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 moeda exógena e a moeda endógena passam a ser objeto de regulação e de planejamento pela teoria da realocação da poupança interna. Neste lado do planejamento, observados os limites reais da economia, se pode fazer uma alusão à ponderação de Minsky quanto à aplicação de modelos endógenos de crescimento. Minsky afirma que a ideia de dividir os planos analíticos para a explicação de um modelo dinâmico não-linear está, ela própria, inserida num processo dinâmico endógeno, nos seus arranjos institucionais, e nas intervenções governamentais. Todos estes fatores estão fora de um modelo formal, mas são os responsáveis por definirem as forças, acima dos valores gerados pelo processo endógeno, que definem a dinâmica macroeconômica. Nisto, se destacam os exemplos de ganhos de poder, além do fato de que intermitentes restrições institucionais podem ser interpretadas, da mesma forma que as intervenções governamentais<sup>98</sup>, como um indício de um arranjo de novas condições para a construção de um processo dinâmico endógeno (MINSKY, 1995). O conceito de realocação da poupança interna advém desta noção de poupança endógena, construída sob as bases de um modelo de crescimento endógeno, baseado no crescimento econômico como resposta ao processo de maturação dos investimentos, com ênfase na condução dos investimentos públicos. A poupança endógena é de fato o lastro real para a efetivação das transformações do lado monetário e tributário, pois representa a expansão real da economia a ser expressa sob a forma monetária (lastro para a expansão dos saldos monetários reais), garantindo a continuidade das operações de criação e de destruição automáticas de moeda pelo Banco Central e pelo Tesouro Nacional.

O ponto de confluência entre a Hipótese da Fragilidade Financeira de Minsky e a teoria da realocação da poupança interna é afirmado pela noção de que intervenções agregadas se fazem necessárias porque o “planejamento estatal” é uma pré-condição indispensável não apenas para a manutenção da estabilidade do sistema econômico como um todo, mas para a efetivação do crescimento econômico de forma concomitante à promoção de programas de redistribuição de renda e inclusão social. O programa de pesquisa científico da Hipótese da Fragilidade Financeira de Minsky teve sua estrutura principal de sua análise

---

<sup>98</sup> No caso, a explanação de Minsky corrobora um dos pilares de formação da teoria da realocação da poupança interna, em que “transformações exógenas determinam transformações endógenas”. Implementação de ações governamentais e as subsequentes reestruturações institucionais se tornam fatores de alteração de trajetórias de crescimento. Os resultados endógenos vêm a ser a obtenção de ganhos de adoção de políticas a partir de metas de planejamento.

elaborada a partir das visões de Hansen, que acreditava que o comportamento de uma economia de mercado poderia ser controlado por intervenções agregadas; de Simons, que acreditava que a eficiência e a eficácia dependiam das estruturas de mercado; e de Lange, que estava convicto de que o pensamento dos formuladores de política econômica e a sua respectiva formulação não deveriam considerar as questões de alocação e de acumulação de recursos de forma simultânea (PAPADIMITRIOU; WRAY, 1997a). Já para a teoria da realocação da poupança interna, as questões de alocação e de acumulação de recursos acabam sendo tratadas de forma simultânea, não por qualquer motivo de força maior advindo da “escola neoclássica”, mas, pelo contrário, como sendo o resultado da determinação e da distribuição da renda efetivada por um modelo de injeções e vazamentos simultâneos de renda. A criação do investimento público em uma operação casada com a promoção respectiva da poupança pública, pelo mecanismo do Tesouro Nacional de alavancagem dos depósitos à vista ociosos, passam a cumprir a função de gerar, de forma simultânea, o investimento público e a poupança pública, do mesmo modo que os gastos públicos e as receitas públicas.

A Hipótese da Fragilidade Financeira de Minsky é vista como a manifestação da incerteza em seu grau máximo, no momento em que a perda do controle do Estado sobre o setor monetário-financeiro permitiria à economia vivenciar todas as posições especificadas pela respectiva taxonomia: *hedge*, *speculative*, e *ponzi*. Para Minsky, a Hipótese da Fragilidade Financeira poderia ser detida se o Estado interviesse através da capacidade de planejar e de intervir sempre que necessário. Minsky também afirmava que existiam 57 espécies diferentes de capitalismo justamente por conta dos inúmeros processos de desregulamentação da economia (PAPADIMITRIOU; WRAY, 1997b, p.495).

No entanto, Minsky frisava que a única espécie de capitalismo bem sucedido seria a que seguisse as suas recomendações: reforma do sistema financeiro, com o FED regulando o sistema financeiro a fim de guiar a evolução das instituições financeiras com o favorecimento de práticas estabilizadoras e assim desencorajar o “estabelecimento de instituições desestabilizadoras” e suas práticas. Os derivativos seriam um bom exemplo deste tipo de instituição desestabilizadora. Defendia também, reformas para promover a “boa sociedade”, por meio de impostos, emprego, redução da pobreza pela reorganização das prioridades de gastos na direção do aumento do emprego e dos gastos com infraestrutura, além dos gastos em defesa e aposentadorias. Conforme a posição de Minsky, os gastos em infraestrutura elevam a demanda e não geram inflação. Por esta razão é que deveria haver uma substituição da política a favor de um “workfare” no lugar de um “welfare”. Isto posto, a reforma seria

seguida por estímulos na demanda agregada de modo a aumentar a contratação de mão de obra na área de infraestrutura. A maior parte dos impostos seria inflacionária pelo fato de que estes seriam repassados para os preços finais, em sua quase totalidade. Este é um dos principais pontos de convergência entre o programa de pesquisa científico de Minsky e a teoria da realocação da poupança interna, pois a proposta de desoneração integral da cadeia produtiva está relacionada<sup>99</sup> com o objetivo de gerar ganhos de produtividade para todo o sistema em função da mudança favorável de preços relativos para o consumo, para o investimento e para a produção. Nisto, vindo a arrefecer as pressões inflacionárias advindas de custos crescentes. Da mesma forma visa a promover uma redistribuição de renda para os consumidores das menores faixas de renda e ao mesmo tempo impulsionar a capacidade de investimento das micro, das pequenas e das médias empresas.

Minsky também colocava a questão de que deveriam ser criados impostos sobre o valor agregado, especificamente sobre o petróleo e sobre as importações, de modo a estimular as exportações, do mesmo modo em que deveriam ser extintos os impostos sobre os custos de contratação de mão de obra, isto é, sobre a folha de pagamentos. Trata-se de outro ponto de convergência entre os paradigmas teóricos aqui tratados, de suma relevância para as propostas de construção de instrumentos de política econômica. Além destas propostas, Minsky também defendia a tese de que a política industrial deveria, além de favorecer as pequenas firmas, favorecer também o “emprego” em contraponto às técnicas de produção capital-intensivas, pois políticas de geração de emprego, a exemplo do *New Deal*, reduzem as flutuações econômicas a partir da maior garantia ao emprego como um todo (PAPADIMITRIOU; WRAY, 1997b, pp.496-499). Seguindo esta mesma análise, Gary Dymski defende a tese de que a melhor forma de decifrar a mensagem central, ou mesmo codificar o chamado paradigma de Wall Street de Minsky, se faz pela afirmação de que “os ativos de Wall Street só são viabilizados quando as transações correntes são financiadas por dívidas” (DYMSKI, 1997). No entanto, a crítica dos novos-keynesianos em relação ao paradigma de Wall Street se baseia no fato de que esta não é uma referência para a formação de bolhas, porque tais bolhas seriam oriundas de falhas de mercado, advindas de informações assimétricas, ou até como meros atos de “irracionalidade” (DYMSKI, 1997, p.506).

De fato, o paradigma de Wall Street de Minsky serve de suporte para a compreensão do próprio paradigma da “fragilidade financeira”. Minsky estabeleceu que a superação do

---

<sup>99</sup> Atende à lógica de que transformações exógenas determinam transformações endógenas, pois se aplica uma expansão da demanda agregada, com um peso preponderante para o investimento agregado, dentro de uma estrutura de amplas desonerações tributárias para um realinhamento dos preços relativos.

processo de formação de bolhas deveria ser conduzida por 4 mecanismos de política econômica, que teriam sido os principais instrumentos mitigadores de uma crise em fins dos anos 60 nos EUA: 1º) déficits governamentais, que sustentavam os fluxos de caixa agregados, e em particular os lucros agregados, 2º) depósitos especiais compromissados e outros depósitos de seguro, cuja meta era impedir desequilíbrios entre as posições de liquidez dos bancos, de modo que os prejuízos não fossem repassados para os correntistas, 3º) o Tesouro seria responsável pelo refinanciamento dos depósitos insolventes das instituições de seguros (papel de ressegurador) e 4º) o Banco Central permitia<sup>100</sup> um crescimento da liquidez após qualquer crise, para que houvesse uma flexibilização dos termos de financiamento<sup>101</sup>, capaz de auto-realimentar o sistema sem haver repercussões no lado produtivo da economia (MINSKY, 1995, p.87).

Na Hipótese da Fragilidade Financeira, a desregulamentação econômica seria refletida através da exacerbação dos processos de alavancagem do sistema financeiro, numa demonstração nítida da conexão entre moeda e incerteza. O paradigma da realocação da poupança interna atua como sendo um elemento estabilizador de última instância do sistema bancário-monetário-financeiro, por ser um instrumento de planejamento econômico tanto dos gastos e dos investimentos públicos, quanto da própria questão dos canais de circulação da moeda. A tese da redistribuição da renda a partir da realocação da oferta de moeda, isto é, dos canais de circulação da moeda, pelos instrumentos de criação e destruição automáticas de moeda, permite afirmar que o processo de “reaproveitamento da moeda que já está em circulação” representa um processo de alavancagem comandada pelo Tesouro Nacional em relação aos depósitos à vista ociosos, que até então não desempenhavam nenhum papel no lado real da economia.

A introdução da alavancagem dos depósitos à vista comandada pelo Tesouro Nacional se consolida como o principal elemento atenuador, e de certo modo, detentor da alavancagem<sup>102</sup> desenfreada realizada tradicionalmente pelos bancos. Por este sistema toda a

---

<sup>100</sup> Na análise proposta por Minsky, conforme a concepção pós-keynesiana de regulação das crises de solvências bancárias, a expansão da liquidez pela Autoridade Monetária é benéfica em tempos de recessão, sobretudo, para o estancamento das condições exacerbadas de preferência pela liquidez dos bancos, quando a paralisia do crédito se manifesta como um dos primeiros indicativos de deflagração das crises.

<sup>101</sup> As condições de financiamento por parte dos bancos, para Minsky, deveria sempre atender à prerrogativa de observação da continuidade de crescimento do ritmo da atividade produtiva. Para isto, a obrigação da Autoridade Monetária se fazia pelo monitoramento dos níveis de concessão do crédito vis-à-vis as necessidades de financiamento do setor produtivo para que o mesmo não fosse desviado do pleno emprego.

<sup>102</sup> “From his earliest publications, Minsky realized the importance of explaining new forms of capitalism. Prewar capitalism not only exhibited greater cyclical amplitude, but financial crises regularly coincided with depressions. For Minsky, a defining characteristic of the Great Depression was the ‘Fisher’ debt deflation in conjunction with loss of real output; he frequently pointed out that while real output only fell by half (and

estrutura bancária passará a ser parte integrante da formação das finanças públicas, sendo a base monetária e os meios de pagamentos reestruturados em função das novas normas de regulação e supervisão, implicando não apenas a integração com o novo regime de compulsórios especiais das Reservas Extra-Bancárias. Na verdade, a integração ocorre também pela expansão do recolhimento dos compulsórios tradicionais, pela necessidade de contrabalancear o crescimento do volume de depósitos à vista por conta do crescimento prévio da poupança interna, resultante das desonerações tributárias sobre o valor agregado e demais desonerações tributárias, a exemplo das desonerações tributárias parciais sobre a renda.

O volume incremental de moeda endógena, relativo à formação da poupança endógena privada, também representa um crescimento endógeno das reservas bancárias, por força da expansão do recolhimento tradicional de depósitos compulsórios sobre os diversos agregados monetários. Esse volume de liquidez sanciona a expansão da capacidade de alavancagem de depósitos à vista pelo Tesouro Nacional (criação e destruição automáticas de moeda) por vir a existir um maior volume de poupança interna (criada de forma endógena), sob a forma de reservas bancárias, à disposição dos bancos comerciais, servindo de suporte de liquidez para estes mesmos bancos. A ampliação da capacidade de geração de recursos pelo mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda resulta do fato da expansão de moeda endógena ser um reflexo da expansão da atividade real: expansão do lado monetário resultante de expansão do lado real da economia. Cabe aqui a ressalva de que as expansões dos ciclos de criação e destruição automáticas de moeda são determinadas pelas regras de planejamento econômico ditadas pelos limites do produto potencial e do balanço de pagamentos.

A figura 4 ilustra como a alavancagem comandada pelo Tesouro Nacional não apenas se incumbe de determinar os recursos para a execução dos gastos públicos e dos investimentos públicos, mas também abrange a realocação dos depósitos à vista ociosos

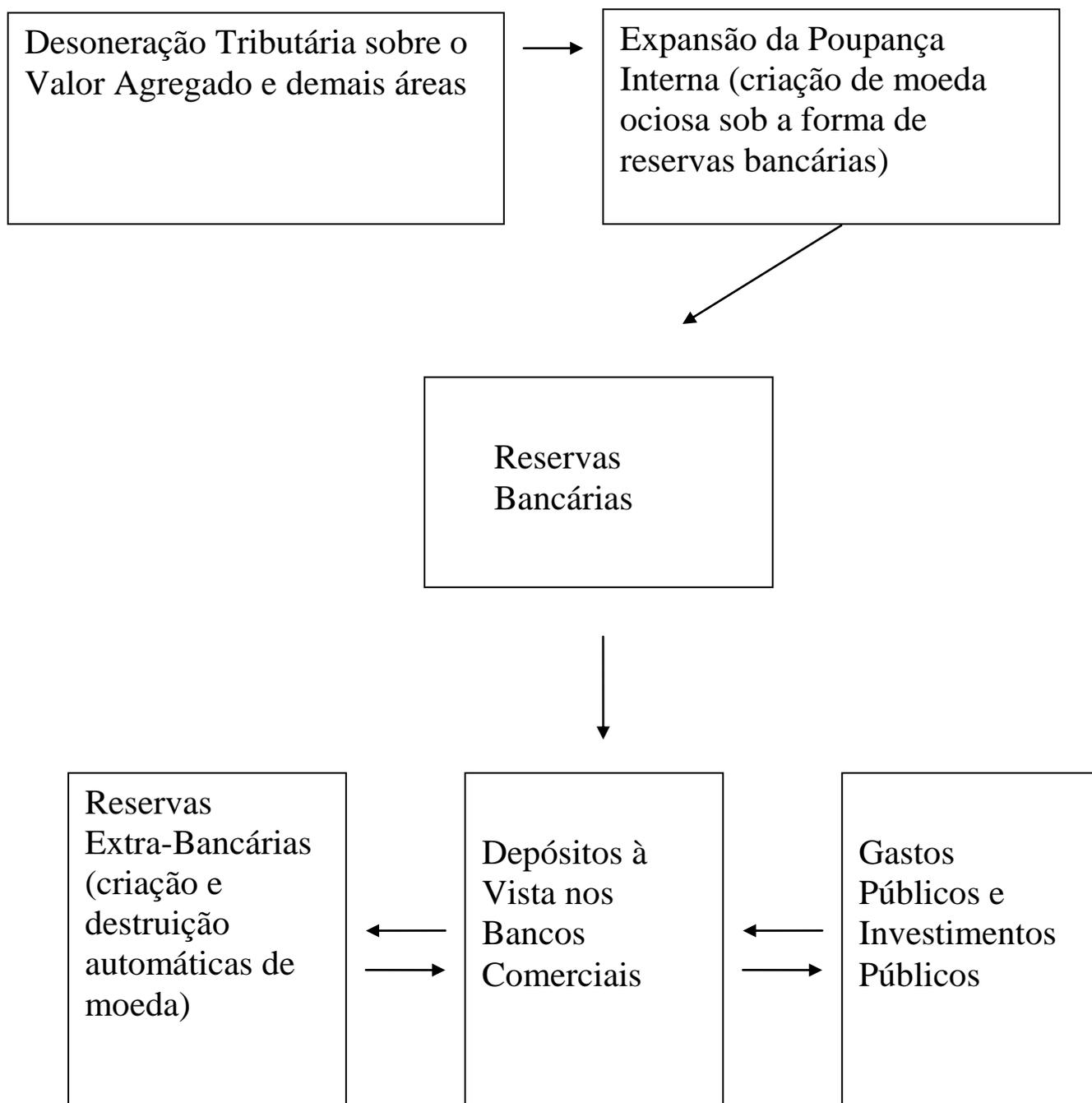
---

unemployment rose to 'only' 25 percent), assets prices fell by 85 percent. The biggest problem for capitalist system was the complete absence of aggregate profits, contributing to plummeting asset values. Further, balance sheets were 'simplified' as most financial debts and assets were wiped-out, allowing the financial system to emerge with 'simple', or robust, balance sheets with little leveraging and with most assets taking the form of equity positions. In contrast, since the Great Depression, even though business cycles have not been eliminated, balance sheet simplification has not occurred, and neither has another depression, because 'floors and ceilings' have successfully-thus far-prevented debt deflation. Those 'floors and ceilings' take the form of a variety of institutional arrangements-some governmental, some private; some automatic, some discretionary; and some intentional, and some fortuitous. The two most important 'floors and ceilings' are big government that is capable of running large countercyclical deficits and surpluses to sustain and constrain demand, and central bank intervention as leader-of-last resort to place a floor on a asset prices. Of course, Minsky continually emphasized, if debt deflations are eliminated, increasingly fragile positions can be taken with no 'cleansing' (or simplification) ever taking place. This is why other institutional arrangements have to be adopted to constrain expectations of asset prices" (PAPADIMITRIOU; WRAY, 1997b, p.494).

(moeda ociosa ou poupança interna ociosa propriamente dita, retida sob a forma de reservas bancárias) para a conseqüente expansão da oferta de moeda-crédito, catalisando um processo de reaproveitamento da moeda escritural anteriormente ociosa. Quanto maior for o ritmo de atividade econômica originada dos investimentos públicos e dos gastos públicos, maior será também o processo de criação de moeda endógena, como resposta de todo o sistema produtivo em relação a esses estímulos de crescimento econômico.

A maior criação de moeda endógena também representará uma maior “poupança privada” sob a forma de “reservas bancárias” por razão da incidência dos recolhimentos tradicionais de depósitos compulsórios sobre os depósitos à vista. A razão do crescimento das reservas bancárias em possibilitar também o crescimento das operações de criação e destruição automáticas de moeda se explica por dois fatores: 1º) visualização do crescimento econômico sob a forma de recursos monetários, isto é, expansão consolidada, de forma endógena, da poupança privada, e 2º) possibilidade de expansões das operações de criação e destruição automáticas de moeda por haver um maior “colchão de reservas bancárias” para os portfólios dos bancos comerciais.

**Figura 4 - Alavancagem comandada pelo Tesouro Nacional**



Fonte: elaboração do autor (2013).

A alavancagem comandada pelo Tesouro Nacional não corresponde a qualquer forma de geração de riscos e incertezas para a saúde do sistema bancário-financeiro por ser justamente um instrumento de crescimento econômico calcado na “realocação da oferta de moeda”, ou seja, na “realocação da oferta de moeda ociosa” e na respectiva expansão da oferta de moeda direcionada para o setor produtivo da economia. Com a criação e a destruição

automáticas de moeda, a oferta de moeda se mantém inalterada em relação às intervenções exógenas, isto é, em relação às injeções de depósitos à vista, provenientes das operações integradas do Tesouro Nacional e do Banco Central. No entanto, esses depósitos à vista determinam a expansão da demanda agregada e também da oferta agregada, no momento em que uma ampla gama de recursos criados pelo regime da moeda autônoma do Estado é direcionada para o estabelecimento de impulsos para a cadeia produtiva. A realocação de depósitos à vista ociosos corresponde à expansão da alavancagem comandada pelos bancos comerciais (expansão endógena da oferta de moeda), por conta do crescimento da renda agregada, induzida pela alavancagem comandada pelo Tesouro Nacional (intervenção exógena, regrada pelo Tesouro Nacional e pelo Banco Central, sem ocorrer expansão da oferta de moeda).

A indução da expansão do crédito para setores produtivos, e em certa parte, para o consumo, ocorre como reação ao crescimento da renda por força das expansões dos investimentos públicos, seguidos pelos gastos públicos. O fenômeno que ocorre se explica como “realocação de depósitos ociosos” pelos próprios bancos comerciais como forma de “redirecionamento” dos portfólios bancários para concessões de crédito para fins produtivos e não simplesmente especulativos, dada a expansão da renda sob bases sólidas, isto é, não inflacionárias. Cabe lembrar que essa expansão do crédito privado, seja para fins de produção, seja para fins de consumo, ocorre a reboque das expansões da renda guiadas pelo regime de moeda autônoma do Estado, em que o crescimento da demanda agregada é puxado pelo crescimento dos investimentos público e pelo crescimento dos gastos públicos.

O crescimento do consumo ocorre de forma menos que proporcional em relação ao crescimento dos investimentos públicos e dos gastos públicos. Por este motivo é que a expansão do crédito privado ocorre de forma “reativa” e não “ativa” em relação ao crescimento da renda. Toda a estruturação deste sistema impede que bolhas de consumo sejam formadas em função de manipulações de expectativas, pois o papel da política monetária contracionista é de justamente se estabelecer como “vazamento de renda” em substituição à tributação e de regular os fluxos monetários como forma de impedir transbordamentos monetários de depósitos à vista, excedentes à renda real. A dupla atuação da política monetária assume o comando de permitir a expansão da renda sob a forma planejada da expansão dos investimentos públicos e dos gastos públicos, mas sem haver o efeito tradicional dos multiplicadores de renda<sup>103</sup>. Ou seja, sem se apresentar a multiplicação

---

<sup>103</sup> O efeito multiplicador de renda que se observa é um multiplicador intermediário entre o multiplicador de Haavelmo (valor 1) e o multiplicador de Keynes. Isto ocorre em função de não haver o achatamento inicial da

concomitante dos valores da renda agregada e dos respectivos depósitos bancários atrelados à expansão da atividade real. Multiplicação essa, que em muitas situações, acaba por “transbordar”, “exceder” os limites reais da economia: o produto potencial e o balanço de pagamentos. A regra aqui seguida é bem clara: expansões exógenas (investimentos públicos e gastos públicos) que não expandem a oferta de moeda induzirão expansões endógenas (redirecionamento do crédito privado para a produção e para o consumo) por haver a expansão da renda agregada e da geração e difusão de ganhos de produtividade. Significa dizer que a oferta de moeda se expande como resposta à expansão da renda agregada. Significa também dizer que não ocorre, neste sistema, a expansão da oferta de moeda em concomitância à expansão da renda agregada.

### **3.5 Moeda e Produtividade: a determinação da renda sob a perspectiva das transformações endógenas de Kaldor, de Thirlwall e da Escola da Regulação**

A principal 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 introduzida 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 da definição de *fatoss estilizados* para uma teoria, na qual os objetivos de construção teórica emergem em função de que explicações peculiares, isto é, de que *nexos 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<sup>104</sup>.

---

renda e da poupança, como em Haavelmo, mas no lugar uma compressão sobre a liquidez, o que permite que o investimento cresça em resposta aos estímulos das injeções de gastos autônomos (diferente de Haavelmo em que o investimento permanece constante). Na contraposição em relação a Keynes, o efeito multiplicador da teoria da realocação da poupança interna se apresenta em menor magnitude por haver a contrapartida da destruição automática de moeda de valores equivalentes aos gastos autônomos injetados.

<sup>104</sup> O exemplo concreto para a definição de especificidades e nexos causais está na elaboração da taxa paralela de compulsórios de 100% e das Reservas Extra-Bancárias para a explicação do mecanismo de destruição automática de moeda, isto é, sem as duas primeiras o conceito de destruição automática de moeda jamais seria explicado.

O que converge no sentido<sup>105</sup> 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 à 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 teórico está no fato de que as transformações exógenas na esfera monetária e tributária, realizada pela teoria da realocação da poupança interna, induzem à geração 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 esclarecer 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 “emissão da moeda autônoma do Estado” e pela “reutilização” da moeda destruída, ora depositada na conta “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 posteriores “destruições automáticas” destes respectivos novos depósitos à vista), contempla um ciclo de alavancagem de depósitos à vista comandada pelo Tesouro Nacional que, como já dito anteriormente, não representa um fim em si próprio. 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, pela manutenção da estabilidade macroeconômica, pela inclusão das metas de pleno emprego e de crescimento.

---

<sup>105</sup> Teoria construída por meio de fatos estilizados por haver especificidades que somente se explicam através de seus instrumentos operacionais e de seus objetivos de existência, ou seja, de suas finalidades como desafio teórico e operacional.

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>106</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 se relaciona à 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.

---

<sup>106</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).

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 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 (1945), ao lado dos conceitos-chave de rendimentos crescentes de escala, de ganhos de produtividade e de moeda endógena, de Kaldor (1986), atua no sentido de estruturar uma definição teórica de finanças públicas, que ao mesmo tempo em que deixa clara a regra de “equilíbrio orçamentário”, 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 teórica, 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 estrutura<sup>107</sup> com o propósito de demonstrar que a lógica

---

<sup>107</sup> A criação e destruição automáticas de moeda é exatamente o aparato instrumental que dispensa a tributação de ser o elemento de formação das finanças públicas, ao mesmo tempo em que capacita o Estado a executar as

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.

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 teórica 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 teórica da contribuição de 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 (1945), 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, 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. Isto é, 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”.

Neste caso, os “fatos estilizados” da teoria da realocação da poupança interna são constituídos 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 da tributação e da renda<sup>108</sup>. A peculiaridade da relação causal<sup>109</sup> da teoria da realocação da poupança interna, conforme o aproveitamento teórico 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 “leis de Kaldor”, representam a principal base de entrelaçamento teórico, advindos da obra da década de 60<sup>110</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 maior 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

---

<sup>108</sup> Por mais que Kaldor apresente seus fatos a partir de bases quantitativas e históricas, a semelhança do propósito dos fatos estilizados para o processo de construção teórica em questão se pauta nas especificidades das relações de causalidade que em hipótese alguma poderiam ser submetidas a processos de testes empíricos acerca de “funcionamentos padrões de relações entre variáveis”. A destruição automática de moeda não poderia ser testada hoje, exatamente por não existir a adoção do compulsório paralelo de 100% em conjunto às Reservas Extra-Bancárias. O nexó de causalidade desta teoria somente poderá ser observado empiricamente quando houver a introdução destes instrumentos normativos e operacionais pela política econômica (fiscal e monetária). Ou seja, o próprio conceito de “fatos estilizados” empregado nesta Tese deve ser entendido de forma diferente da perspectiva Kaldoriana.

<sup>109</sup> A relação causal da teoria da realocação da poupança interna está na construção de variáveis de política monetária que determinam variáveis de ordem fiscal, e assim de ordem real, sem haver a expansão da oferta de moeda. Nisto, a realocação da poupança interna vem a ser o resultado da influência da realocação da oferta de moeda sem haver a expansão da oferta de moeda. Relação de causalidade entre “variáveis monetárias” e “variáveis reais” que só é explicada pela especificidade do desafio proposto e pelo aparato instrumental construído sob critérios específicos, impossíveis de serem testados hoje pela teoria convencional.

<sup>110</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).

80, completara sua trajetória de análises econômicas com definições sobre o papel dos bancos para a criação *endógena* de moeda<sup>111</sup>. Esta linha de análise serve de suporte para a teoria da realocação da poupança interna pelo fato de 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 do 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 a estrutura das finanças públicas pela moeda autônoma do Estado (exógena), assim denominada de alavancagem de depósitos à vista comandada pelo Tesouro Nacional, vem a ser a 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 se institui como o elemento de observação da “materialização dos ganhos de produtividade”, pelo lado monetário da economia, para todas estas transformações, descritas “pelo lado real”.

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, p. 9-10).

<sup>111</sup> Kaldor foi um dos adeptos da chamada corrente horizontalista da oferta de moeda, aonde a oferta de 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.

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, implicam<sup>112</sup> 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 afirmou, um resumo próprio de *fatos estilizados que se supõe que sejam explicados pelas relações causais entre as variáveis da teoria em questão* (KALDOR, 1961). No caso, o resumo dos “*fatos estilizados*” propriamente ditos da teoria da realocação da poupança interna, que não são “fatos estilizados” no sentido de Kaldor, seria dado pelo fato de 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 a existência de “diminuições de recursos do orçamento público” em relação ao ano anterior, em função de qualquer crise econômica. É,

---

<sup>112</sup> Análise distinta da análise de Marx na questão de que os salários sobem quando uma maior quantidade de produto é realizada por cada trabalhador. A distinção notória entre Kaldor e Marx neste aspecto da subida dos salários está na análise de Marx que a referida situação somente ocorre quando há um expressivo patamar de produtividade do trabalho sendo absorvido pelo capital, o que impele a expansão da participação do capital na distribuição funcional da renda. Enquanto que para Kaldor a subida dos salários é dada sob uma relação estável da distribuição funcional da renda entre capital e trabalho.

neste sentido, a construção de um “estabilizador automático de renda”, nos moldes quase semelhantes aos preconizados por Keynes. Na verdade, o “*fato estilizado*” mais relevante da teoria da realocação da poupança interna, que não se compara ao termo empregado por Kaldor, 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. 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. No entanto, sem promover quaisquer expansões dos meios de pagamentos relacionadas a estas operações<sup>113</sup>, 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<sup>114</sup> destas variáveis somente se explica a partir da funcionalidade específica da instrumentalidade operacional a ela subjacente.

Dando prosseguimento ao aproveitamento dos estudos de Kaldor, 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, de acordo com 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. Significa dizer que a agricultura (com rendimentos decrescentes) em conjunto às exportações (com capacidade forte de estimular a indústria) se

---

<sup>113</sup> Apesar da relação causal aqui exposta ser teórica, a relevância da construção do “fato estilizado” em voga está na necessidade de explicitar que a não-variação da oferta de moeda em função do mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda somente se efetiva mediante a aplicação dos instrumentos específicos da teoria da realocação da poupança interna. Em hipótese alguma quaisquer outros instrumentos de política econômica teriam a capacidade de construir uma relação de causalidade para o cumprimento da especificidade sob os mesmos moldes relatados.

<sup>114</sup> O principal fenômeno decorrente está na determinação das finanças públicas e na redistribuição de renda sem haver a expansão exógena de meios de pagamentos. Algo inconcebível para qualquer doutrina econômica vigente, por justamente não existirem (fora da teoria da realocação da poupança interna) os mecanismos teóricos e operacionais descritos pela teoria da realocação da poupança interna.

estabelece como sendo setores indutores do crescimento da demanda agregada, o qual beneficiará os setores de níveis mais expressivos de produtividade, de tal forma, beneficiando toda a cadeia produtiva.

[...] 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 “fatos estilizados” (dentro da proposição teórica em foco), 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 as exportações, e pelo fortalecimento do investimento agregado (público e privado), agregam a dimensão dos “instrumentos operacionais” correspondentes ao conceito de “fatos estilizados”, pois os mesmos só podem ser concebidos dentro desta estrutura teórica, específica, da teoria da realocação da poupança interna.

[...] O pluralismo metodológico leva-nos a Kaldor, não em sua fase pura, mas na aplicada, como citado em Lawson et al (1989, p.2): Esse artigo [Kaldor, 1966] marcou o final de uma série teórica em crescimento, desenvolvida através do raciocínio dedutivo de axiomas macroeconômicos de caráter bem geral. Segui posteriormente um método diferente: tentava encontrar que espécies de regularidades podiam ser detectadas em fenômenos empiricamente observados, e então tentava descobrir quais hipóteses particulares e testáveis seriam capazes de explicar a associação. Conscientizei-me dessa abordagem mais pragmática durante a guerra, quando era usada por cientistas para ‘fins de pesquisa operacional’. É uma abordagem que é mais modesta em âmbito (por não buscar explicações derivadas

de um modelo geral do sistema), mas também mais ambiciosa, ao objetivar diretamente a descoberta de soluções (ou remédios) para problemas reais (SILVEIRA, 1999, p. 9-10).

A proposição de um *desafio teórico* só é construída em função da 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% 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 pelos 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. Corroborase, 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, p.330-331).

Possibilita-se, pelas razões expostas, o crescimento da demanda interna de forma vinculada a este novo patamar de preços relativos e ao novo nível de poupança interna<sup>115</sup> 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 (1983) 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).

O modelo de Kaldor, especialmente no que diz respeito aos modelos de crescimento endógeno em conjunto com as chamadas leis de Kaldor-Thirlwall, representa a descrição da esfera microeconômica produzida pelas reestruturações macroeconômicas, sobretudo de ordem fiscal e monetária. A principal função se dá na descrição da geração dos ganhos de produtividade obtidos por meio de retornos crescentes de escala, além do fato de que a estrutura deste modelo se baseia também na conciliação do crescimento econômico com a redução da necessidade de captação de poupança externa. Os principais limites estabelecidos para o crescimento econômico sustentado, definidos pela teoria da realocação da poupança interna, são necessariamente o produto potencial e o balanço de pagamentos, conduzindo à promoção do crescimento econômico sem incorrer no uso da poupança externa. Estes limites,

---

<sup>115</sup> Por nível de poupança interna são incorporadas as reestruturações da poupança pública e da poupança privada (tanto exógena quanto endógena) e são colhidos novos preços relativos como resultado das desonerações tributárias e da difusão de ganhos de produtividade.

que afetam tanto a esfera micro quanto a macro de toda a economia, substituem os velhos limites fiscais e tributários, impostos pela capacidade máxima de arrecadação tributária, determinados pela lógica convencional de formação das finanças públicas.

Para Thirlwall, a solução viável para superar as dificuldades de crescimento impostas pela restrição do balanço de pagamentos seria pela via da promoção da política industrial, no sentido de aumentar a elasticidade-renda das exportações e de diminuir a elasticidade-renda das importações. Thirlwall defendia a noção de que a desvalorização cambial não gera mudanças estruturais, pois o problema estaria nas características estruturais dos bens. É neste aspecto que a teoria da realocação da poupança interna converge para a lógica de Thirlwall, pois as estruturas produtivas e tecnológicas são capacitadas a incrementar maiores ganhos de escala por efeito de uma ampla desoneração tributária sobre o consumo, o investimento e a produção, dado que os insumos de bens internos acabam por ter suas respectivas ofertas e demandas internas redirecionadas frente aos bens importados, além da própria reorientação da elasticidade-renda de suas exportações. Isto tem como consequência não apenas a reestruturação dos custos dos insumos para a produção direcionada para o mercado interno, mas também a reorientação automática da demanda externa. Por não se tratar de mudanças de preços advindas de desvalorizações cambiais, que mesmo que barateiem relativamente às exportações, impelem, na outra ponta, à propagação do encarecimento das importações, com o posterior encarecimento dos insumos internos, anulando, de tal modo, o estímulo inicial que fora dado às exportações. As desonerações tributárias amplas incidem justamente na oferta interna de insumos e de bens finais, sendo uma política industrial de longo alcance e de efeitos duradouros.

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. Em função disto 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, dada uma 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<sup>116</sup> 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 da produtividade<sup>117</sup>. Por isto, o cálculo da estimativa de produto potencial serve de balizamento do crescimento permitido para a expansão das execuções orçamentárias.

A noção de “microeconomia”<sup>118</sup> a ser direcionada para a teoria da realocação da poupança interna não trata da definição de modelos de equilíbrios de origem neoclássica, mas do papel das transformações tecnológicas, observadas como resposta aos estímulos originados de ordem “macroeconômica”, comandadas pelos investimentos públicos sobre a economia como um todo, em conjunto à reformulação das plantas de produção por conta do crescimento da oferta de crédito à produção, e, sobretudo, por conta da mudança dos preços relativos, determinada pela desoneração integral do consumo, do investimento, e da produção. O resultado microeconômico destas transformações, à luz da metodologia de Kaldor, é a geração de ganhos de produtividade obtidos por rendimentos crescentes de escala, no momento em que o comando do crescimento econômico é dado pelo crescimento do produto total induzindo o crescimento da produtividade, e não o contrário<sup>119</sup>.

Na mesma linha de aproveitamento da difusão da produtividade como instrumento de lastro real para a expansão da política fiscal, sobretudo, das políticas públicas, se encontra a

---

<sup>116</sup> Independente de qualquer viés ideológico de implementação de política econômica, pois mesmo sem haver metodologias precisas para a referida aferição, se obtém um parâmetro indicativo de limite de crescimento para variáveis do lado real da economia.

<sup>117</sup> Conforme a explicação anterior, apesar das deficiências para a aferição, as atuais metodologias de cálculo constituem aproximações da realidade, sobretudo, para uma necessidade de construção de metas de planejamento que não estejam em consonância com tentativas de se impelir o crescimento econômico de forma exacerbada, mas pela preocupação da expansão proporcional da oferta agrícola e do atendimento necessário das cadeias de insumos.

<sup>118</sup> Observação dos efeitos preço, renda e substituição em função das sequências de desonerações tributárias e observação do papel dos ganhos de produtividade em função das reestruturações de ordem fiscal e produtiva.

<sup>119</sup> “Kaldor, em contraposição à argumentação neoclássica tradicional, desenvolveu nos anos 1960/70 um conjunto de proposições teóricas para explicar as diferenças na dinâmica de crescimento dos países com ênfase em fatores ligados à demanda agregada. Em sua explicação para as diferenças nas dinâmicas de crescimento dos países desenvolvidos, Kaldor enfatizou as diferenças nas estruturas produtivas dos países, atribuindo um papel importante ao setor da indústria de transformação. Na sua nova abordagem, o setor industrial operaria com retornos crescentes de escala, influenciando o crescimento da produtividade de toda a economia (PASINETTI, 1983). O ponto de partida do pensamento de Kaldor foi à publicação em 1966 do artigo *Causes of the Slow Rate of Economic Growth of the United Kingdom*. Da sua preocupação com o menor ritmo de crescimento da Grã-Bretanha relativamente às outras economias capitalistas desenvolvidas, Kaldor apresentou um conjunto de leis (conhecida na literatura econômica como as leis de Kaldor), para explicar as razões do baixo dinamismo da economia britânica (THIRLWALL, 1983). Essas leis, derivadas de testes econométricos, explicam, através de fatos estilizados a dinâmica das economias capitalistas, especialmente as diferenças na performance de crescimento dos países. Apesar de Kaldor não ter aplicado seus testes econométricos em países em desenvolvimento, suas contribuições foram objeto de interesse por vários de seus seguidores e assim foram expandidos e testados em outros contextos econômicos” (FEIJÓ; LAMONICA, 2007, p.3).

Escola da Regulação. A Escola da Regulação de Robert Boyer e Michael Aglietta serve de referencial teórico para a reestruturação a ser promovida no regime de acumulação de capital, saindo da acumulação liderada pelas finanças em favor do setor produtivo, com destaque especial para o fortalecimento da participação do trabalho na distribuição funcional da renda.

[...] Há três princípios metodológicos na Escola da Regulação. O primeiro é que os processos que fazem os antagonismos sociais se tornarem formas de movimento são, durante tempos, fortes polarizações de conflitos. Essa polarização se exacerba, mas confere certa unanimidade, que provoca sua exteriorização. O segundo princípio da análise é sua 'lógica ambivalente', oriunda da interação entre economia e política, que explicita ainda mais a função das instituições sociais enquanto articuladores entre o político e o econômico, em um meio ambiente conflitivo. O terceiro princípio metodológico refere-se à relação Estado – economia, que enuncia o Estado não como um sujeito exterior à economia, nem como um conjunto de instrumentos à disposição de uma classe social, mas como um 'produto' dos conflitos inerentes às separações sociais, cuja regulação é aberta, parcial, e inacabada. Portanto as instituições se constituem em 'inovações sociais', pois regulam e normatizam a novidade, dando sustentação ao sistema. A perspectiva da regulação não concebe uma teoria das instituições, mas orienta sua análise para o estudo das duas 'separações' da sociedade capitalista: a relação salarial e a forma de concorrência. Boyer (1990, p.37) propôs-se a consolidar o plano teórico desta abordagem, reafirmando que 'as análises em termos de regulação também dedicam uma atenção especial às formas assumidas pelas relações sociais fundamentais (grifos do autor) num dado momento histórico ou numa dada sociedade', cuja importância é dada pelo conceito de forma estrutural ou institucional. Boyer distingue três níveis para se compreender o processo de regulação: a noção de regime de acumulação, as formas institucionais e o modo de regulação. O regime de acumulação é a instância mais agregada das regularidades do sistema, ao passo que o modo de regulação é a mais desagregada, pois sanciona as normas e regras de conduta dos indivíduos. Entre uma instância e outra se tem uma noção intermediária, composta pelas formas institucionais. Ou seja, as configurações específicas que cada regime de acumulação pode seguir, conforme as relações sociais e particulares de cada país exigem uma instância capaz de captá-las e traduzi-las para o comportamento coletivo. Tal é o papel das formas institucionais (ou estruturais) que têm o objetivo de elucidar a origem das regularidades que direcionam a reprodução econômica ao longo de um processo histórico dado. Elas viabilizam também a interação entre a problemática da acumulação e as relações sociais, podendo, portanto, ser definidas como a codificação de uma ou várias relações sociais fundamentais. Desta maneira, as formas institucionais asseguram o aparecimento de formas sociais compatíveis com o modo de produção dominante. Esta noção visa a substituir a teoria da decisão individual e o conceito de equilíbrio geral, como ponto de partida para o estudo dos fenômenos macroeconômicos BOYER, 1990, p.80 apud (CONCEIÇÃO, 2002, p.125).

A análise regulacionista, de fato, se enquadra no programa de pesquisa científico da teoria da realocação da poupança interna como sendo a perspectiva de referência da conversão dos ganhos de produtividade da esfera financeira para a produtiva, por conta da análise crítica da reestruturação do regime de acumulação de capital. É uma espécie de definição do lastro real para a redistribuição não exclusiva<sup>120</sup> dos ganhos de produtividade da alçada financeira

<sup>120</sup> Aplicação dos ganhos de produtividade para a promoção de políticas públicas, a exemplo da proposição de um subsídio para o crescimento do salário mínimo.

para a alçada produtiva, mas da redistribuição da renda como sendo a resposta da redistribuição dos ganhos de produtividade, dada a reestruturação do regime de acumulação de capital em favor dos segmentos de menores faixas de renda.

Os ganhos de produtividade são, na verdade, o “lastro real” de todas as transformações monetárias e tributárias. A geração e a posterior redistribuição destes são a “base concreta” microeconômica para a consolidação de todo o espectro macroeconômico almejado. Inclusive, a transformação das variáveis monetárias em variáveis reais, ao lado do conceito de redistribuição da renda a partir da redistribuição da oferta de moeda, só é possível de ser efetuada em função do impacto *microeconômico* conduzido pelos ganhos de produtividade, que permeiam toda a cadeia produtiva.

A Escola da Regulação pode ser entendida como um campo de análise sobre as relações entre o capital e o trabalho, cuja convergência teórica se faz pelas análises de Keynes e de Marx acerca das possibilidades da atuação do Estado, face à regulação, propriamente dita, do capitalismo. No entanto, o afastamento da Escola da Regulação em relação ao marxismo ortodoxo se deve fato deste último não atribuir à moeda um papel ativo no sistema econômico, mas um mero elemento que “nasce no setor privado” e cuja oferta seria estritamente endógena, sem qualquer possibilidade de intervenção, originada da Autoridade Monetária, quanto à determinação da renda a partir da criação de moeda como elemento de política fiscal. Argumento este, muito parecido à noção de véu (por mais que Marx rejeitasse a Teoria Quantitativa da Moeda e fosse um defensor da Banking School) para referendar as trocas, postulado pela economia neoclássica, para fundamentar a neutralidade da moeda.

[...] Ao afirmar que, por postularem a possibilidade de se criar certa estabilidade e tornar o crescimento mais regular e permanente através de políticas orçamentárias e monetárias, os regulacionistas se aproximam muito mais de Keynes do que dos neoclássicos, e que, dessa forma, foram os keynesianos que criaram os instrumentos de política econômica (monetária, basicamente), em grande parte responsáveis pelo crescimento constante, característica do capitalismo durante os ‘trinta anos gloriosos’ (NASCIMENTO, 1993, p.123), o autor parece retomar uma antiga crítica feita à Aglietta e Orléan quando da publicação de seu livro *La Violence de la Monnaie*: a de não tratar a moeda como epifenômeno. Ou nas palavras de Aglietta e Orléan: os teóricos do valor trabalho (marxistas ortodoxos) e os guardiães vigilantes da independência das escolhas do sujeito econômico individual (referência aos neoclássicos) têm em comum o fato de considerar a moeda como um epifenômeno (AGLIETTA & ORLÉAN, 1984, p.1). Nascimento, como os críticos da Violência da Moeda, parece acreditar que Keynes foi o único economista a demonstrar o papel real e essencial da moeda no redirecionamento da acumulação do capital e na dinâmica do capitalismo. Ou seja, que tanto os neoclássicos quanto os marxistas ortodoxos teriam tratado a moeda como epifenômeno (MALAGUTI, 1994, p.78-79).

[...] Em *A Violência da Moeda*, Michael Aglietta, em co-autoria com André Orléan, retoma a tradição teórica dos regulacionistas, mas se preocupa em estabelecer as bases de uma ‘nova teoria econômica’, que coloque a moeda em seu devido lugar de

destaque. A referida obra objetiva reinterpretar a importância da moeda nas economias capitalistas contemporâneas. As principais ideias sistematizadas por Aglietta e Orléan envolvem a compreensão do sistema econômico capitalista como algo intrinsecamente instável, dinâmico, mas, ao mesmo tempo e, senão, por isso mesmo, constituindo-se em um sistema periodicamente abalado, sacudido e ‘perturbado’ pela eclosão de crises sistêmicas, de grande profundidade estrutural, as quais transformam, irreversivelmente, seu padrão de funcionamento. As escolas econômicas que se consideram herdeiras do legado da ciência econômica não dispõem de elementos teóricos capazes de elucidar o que vem a ser a moeda. Por essa razão, a quantidade de agregados monetários se multiplica, sem que seja suprida a carência de elementos teóricos para elucidá-los, dissecá-los e entendê-los. É contra isso que os autores se defrontam. Textualmente afirmam que nunca se falou tanto em moeda, e nunca se assistiu a tanta confusão no assunto. Para as próprias autoridades monetárias – entidades que manipulam a moeda – a moeda não se apresenta de maneira homogênea. Há grande diversidade de objetos monetários e múltiplos circuitos que se sobrepõem, fazendo crer que a entidade ‘moeda’ surge do nada, se agiganta, luta entre si e com os agentes e, avassaladoramente, enfraquece seus antecessores. Por conta dessa complexa interatividade seus ‘mecanismos de controle’ tentam dar conta de tamanha ebulição, mas de maneira extensiva e puramente quantitativa. Isso torna esse *imbróglio* ainda mais confuso: qual o verdadeiro sentido de ‘controle monetário’? Em que se constituem os agregados monetários? Para os autores tais mecanismos são meras práticas contábeis, as quais representam, de forma bastante superficial e mistificadora, a suposta ‘homogeneidade monetária’. Diferentes tipos de objeto são somados, faltando-lhes algo que os unifique e os interprete. Ou seja, falta-lhes análise teórica (CONCEIÇÃO, 2007, p.5-11).

O fundamento teórico para o entrelaçamento da teoria da realocação da poupança interna com a Teoria da Regulação está necessariamente na questão da ponte entre as relações de causalidade “moeda e produtividade” (Teoria da Realocação da Poupança Interna) e “produtividade e salário” (Teoria da Regulação). A relação causal entre moeda e produtividade integra o eixo de análise “moeda, Estado, poupança e produtividade” que fundamenta a principal relação de causalidade, investimento e poupança, através do regime de moeda autônoma do Estado como sendo o elemento iniciador de todo o sistema, a transformação exógena, a qual catalisa a renda e a respectiva expansão da poupança e da produtividade em termos agregados (transformações endógenas). O crescimento dos salários, portanto, seja em função das negociações salariais dos sindicatos, seja em função das políticas públicas de valorização do salário mínimo, encontra respaldo no aspecto da “disseminação da produtividade em termos agregados”.

[...] Uma razão que expressa o ajuste, ou o desajuste, das condições nas quais se desenrola a acumulação de capital: a adaptação das variações da produção às variações da demanda sendo feita através de uma dada vinculação entre as variações do salário médio e as da produtividade do trabalho. Os desdobramentos da razão produtividade/salário representam a base explicativa da teoria das crises segundo a Teoria da Regulação. Ela é o fundamento econômico da explicação das crises cíclicas ou estruturais. Diríamos que, dada a aceitação de uma determinação em última instância pelo econômico, a razão produtividade/salário se apresenta como o fundamento analítico da própria Teoria da Regulação. Faz-se imprescindível sublinhar que as principais particularidades extra-econômicas de cada regime de regulação são, na realidade, aspectos sócio-políticos e ideológicos das possíveis

combinações destas duas variáveis. Em outras palavras, para os regulacionistas a passagem de uma Regulação para outra se dá no momento em que a razão produtividade/salário é revestida diferentemente, adota novas roupagens extra-econômicas: as modificações destas roupagens ocorrendo em momentos de crises estruturais; o que permite sua superação e a instalação/institucionalização de um novo regime de regulação (MALAGUTI, 1994, p.71-73).

Transforma-se agora, pela teoria da realocação da poupança interna, a análise da relação salarial da Teoria da Regulação como uma integração direta, um fator de influência direta da relação causal entre “moeda e produtividade” sobre a relação causal entre “produtividade e salário”. O papel da regulação, pela teoria da realocação da poupança interna, se institui como a capacidade de estabelecer uma moeda autônoma, que seja um instrumento de promoção de políticas públicas de redistribuição de renda, pelo fato desta moeda autônoma possuir o lastro real fiduciário por meio da geração e difusão dos ganhos de produtividade por toda a economia.

[...] No caso da regulação monopolista, Lipietz define a relação salarial como um conjunto de formas institucionais coercitivas (convenções coletivas generalizadas, salário mínimo crescente, Estado-Providência) controlando o crescimento paralelo da demanda dos assalariados e da produção capitalista. Acrescenta-se ainda – e principalmente – a consolidação de uma pura moeda de crédito, com curso forçado e emitida em função das necessidades de capitais (LIEPITZ, 1985, p.15). Parece-nos então plausível supor, que é sobre a relação salarial que incidem – ou devem incidir – as chamadas condições exógenas de superação das crises: 1) do contrato individual ao contrato coletivo de trabalho, 2) do salário determinado pela oferta e pela procura ao salário mínimo institucionalizado, 3) da institucionalização do salário mínimo à sua vinculação com as variações da produtividade, e de 4) do Estado normatizador ao Estado inserido (Boyer) – já que engajado no controle das condições da vida da classe trabalhadora. Enfim, a relação salarial condensa o essencial das transformações estruturais que reconduzem ao crescimento. Mas na própria transformação da relação salarial, as modificações no padrão monetário, ou a instituição da pura moeda de crédito, com curso forçado, aparecem como elementos propulsores ou molas-mestras imprescindíveis apud (MALAGUTI, 1994, p.70-71).

A dimensão das transformações *macroeconômicas* da teoria da realocação da poupança interna, derivadas dos respectivos ordenamentos monetário e tributário, só é de fato *lastreada* no lado real da economia por meio da geração de ganhos de produtividade, assim sendo definidos como a dimensão das transformações *microeconômicas* resultantes desta mesma teoria. A expansão da atividade produtiva e a conseqüente redistribuição de renda só serão efetivadas pela geração dos ganhos de produtividade. Os ganhos de produtividade são a *ponte da economia real*, do lado *micro*, que constroem todo o arcabouço institucional do lado *macro* desta teoria. Não significa dizer que a microeconomia precede a macroeconomia, mas que ambas são interdependentes, e as realizações da esfera macro só se materializam não por conta de unidades atomizadas neoclássicas que venham a determinar o funcionamento de

modelos abstratos, mas por conta de processos de produção interligados, capazes de gerar e absorver mudanças tecnológicas, de aproveitar a mudança favorável de preços relativos para o incremento da produção e de reorientar os mesmos processos de produção em razão de estímulos provenientes da demanda agregada, inclusive no que se refere ao papel do planejamento público quanto à questão da determinação do investimento público.

### **3.6 Renda Nacional e Quantidade de Moeda: velocidade-renda da moeda para os clássicos, para Keynes e para a Teoria da Realocação da Poupança Interna**

A velocidade-renda da moeda, na versão clássica da Teoria Quantitativa da Moeda, meramente expressava a noção de que a quantidade de moeda em circulação teria exatamente o mesmo valor da produção interna de um país. A reformulação feita por Keynes veio da identificação dos bancos como agentes ativos no processo de determinação da oferta de moeda, razão pela qual as decisões de reduzir os estoques de moeda ociosa partem das perspectivas de expansão da atividade produtiva que se apresentam como determinantes para as decisões dos bancos de transformarem ativos ilíquidos em líquidos, isto é, expandindo o crédito conforme a demanda por crédito, dadas as expectativas implícitas de retorno.

A velocidade-renda da moeda passou a ser observada, então, como dependente do ritmo da atividade econômica. Quanto maior o ritmo, maior a demanda por bens e serviços e maior a demanda por moeda. Com isto, há uma maior quantidade de produção agregada comparativamente à oferta de moeda em função do crescimento da renda agregada.

[...] Nem sempre ficou claro se a velocidade-renda da moeda é definida como a proporção entre  $Y$  e  $M$  ou como a proporção entre  $Y$  e  $M1$ . Proponho, contudo, tomá-la neste último sentido. Assim sendo, se  $V$  for a velocidade-renda da moeda, teremos,  $L1(Y) = Y/V = M1$ . Não há, naturalmente, nenhuma razão para supor que  $V$  seja constante. Seu valor dependerá do caráter da organização bancária e industrial, dos hábitos sociais, da distribuição da renda entre as diferentes classes e do custo real de conservar dinheiro ocioso. Não obstante isso, se tivermos um prazo curto em mente e se pudermos admitir que não haverá mudança substancial em nenhum dos fatores, poderemos considerar  $V$  como quase constante” (KEYNES, 1982, p. 161).

No entanto, a relação fundamental exposta por Keynes para que a velocidade-renda variasse, era a sua relação com a taxa de juros, ou seja, a relação que exprime que o aumento na quantidade de moeda é tanto que consegue fazer com que essa “moeda a mais” não seja retida sob a forma de depósitos ociosos, dado o grau de preferência pela liquidez dos demandantes de moeda, sendo capaz, então, de direcionar a moeda para os motivos transação e precaução, em detrimento ao motivo especulação.

[...] Se o estado da preferência pela liquidez dá provas de certa tendência para a uniformidade, ao longo prazo, é muito possível que haja uma relação indefinida entre a renda nacional e a quantidade de moeda necessária para satisfazer a preferência pela liquidez, tomada como termo médio dos períodos de pessimismo e de otimismo em conjunto. Por exemplo, é possível que o público não conserve em períodos longos e na forma de saldos ociosos uma soma superior a certa proporção bastante estável da renda nacional, desde que a taxa de juros se mantenha superior a certo mínimo psicológico, de tal modo que, se a quantidade de moeda que excede as necessidades da circulação ativa ultrapassar esta proporção da renda nacional, haverá uma tendência, mais cedo ou mais tarde, para a queda da taxa de juros nas proximidades deste mínimo (KEYNES, 1982, p.238).

O mesmo crescimento da renda agregada, resguardadas as diversas condições da oferta agregada, representa, em muitos casos, um maior giro da moeda vinculado a possíveis pressões sobre o nível geral de preços. Keynes, no entanto, deixou bem claro que a pressão sobre os preços não vinha do crescimento da oferta de moeda, mas da variação da taxa salarial, que, obviamente, estaria refletindo uma aceleração nos salários acima dos níveis de produtividade, como reflexo direto do crescimento da demanda agregada acima da capacidade de crescimento da oferta agregada. As variações monetárias influiriam sobre o mercado de trabalho, que acabariam por influir nos preços. O mercado de trabalho é que seria o canal de transmissão, das pressões da demanda sobre a oferta, para os preços da economia, dando início às pressões inflacionárias<sup>121</sup>. Não obstante, o crescimento da renda agregada, por força da demanda efetiva, é considerado, por Keynes, como a interligação do papel essencial do investimento frente às suas respectivas possibilidades de efetivação, que são os balizamentos entre a eficiência marginal do capital e a taxa de juros. A taxa de juros é que de fato inicia o circuito de efetivação do investimento. As suas inúmeras fontes de determinação pelos bancos, conforme os diversos níveis de preferência pela liquidez, é que são os responsáveis pela sua determinação, e não apenas a simples “balança” entre oferta e demanda de moeda. A preferência pela liquidez é para Keynes o fator motor de determinação das taxas de juros de mercado, sendo estas, então, “endógenas”, pois os ajustes de mercado diante da preferência pela liquidez dos bancos é que determinará o respectivo grau de oscilação das mesmas, e por

<sup>121</sup> “Na formulação keynesiana, o comportamento do mercado de trabalho que determina o rumo da taxa salarial é o determinante aproximado do nível de preços. Se esse resultado não contradiz a ideia padrão da teoria quantitativa da moeda segundo a qual  $P = MV/O$ , em que são dados V, velocidade, e O, produto, de modo que  $P = \gamma M$ , ele pelo menos a transforma na proposição condicional segundo a qual um aumento na quantidade de moeda afetará os preços, pois afeta primeiro o mercado de trabalho; o comportamento do mercado de trabalho se torna o canal pelo qual as variações monetárias se transmitem às variações de preços. Além do mais, na medida em que as condições do mercado de trabalho possam levar a variações nos salários nominais que não dependem de mudanças na oferta de moeda, as variações de preços não dependem de variações na oferta de moeda. Disso se conclui que a visão clássica de que o nível de preços é determinado pela oferta de moeda não é confiável nem é exata. A diferença entre esse modelo e a ingênua formulação  $MV = PT$  da teoria quantitativa da moeda é que a velocidade é uma variável que depende da taxa de juros” (MINSKY, 2011, pp. 58-61).

isso a elevação da capacidade/dificuldade de expansão do investimento, dada a queda/elevação das taxas de juros de mercado.

[...] A análise de Keynes e depois Minsky mostram é que se a preferência pela liquidez dos bancos (demanda de moeda) for muito elevada, isto funciona como restrição da oferta, independente da demanda do público, o que provocará problemas de instabilidade, justamente por não acomodar as necessidades de liquidez da economia. Essa ideia de perda da noção keynesiana de preferência pela liquidez, no pensamento dos horizontalistas é discutida e criticada por Lavoie que, entretanto, parece referir-se a uma noção de moeda endógena ou da endogeneidade da oferta de moeda diferente. Vejamos isso com mais detalhe. Segundo Lavoie ‘a taxa de desconto, ou a taxa dos títulos do Tesouro, pode ser considerada como a expressão da preferência pela liquidez do Banco Central. Segundo, os bancos comerciais expressam sua preferência pela liquidez estabelecendo taxas de empréstimos de curto prazo (prime rates) em níveis que são diferentes daqueles oferecidos e determinados pelo Banco Central, e resistindo a mudanças nas taxas de juros iniciadas pelo Banco Central’ (LAVOIE, 1992, p.195). Ora, se o sistema bancário pode interferir na determinação da taxa de juros de mercado, que é a que interessa, então a taxa de juro não é exógena como querem os horizontalistas, mas endógena, porque dependem dos bancos, da sua preferência pela liquidez, ou da sua própria demanda de moeda apud (MOLLO, 1997, p.402).

A velocidade-renda da moeda, em Keynes, é assim expressa como negativamente relacionada à taxa de juros, isto é, a mesma aumenta se a taxa de juros cai, e vice-versa, sendo a taxa de juros de mercado codificada como “endógena”.

[...] Para fundamentar seu argumento de que no curto prazo não necessariamente há uma proporcionalidade entre oferta de moeda e nível de preços, Keynes reestrutura a equação quantitativa de Cambridge como segue:  $n = p(k + k' \cdot r)$ , em que  $n$  é a oferta de moeda,  $p$  é o nível geral de preços,  $k$  é a demanda por moeda em poder do público,  $k'$  é a demanda por moeda em termos de moeda bancária e  $r$  é a razão reservas bancárias/depósitos à vista. Partindo da referida equação e considerando a ideia de que a ‘teoria quantitativa da moeda é fundamental’, Keynes diz que ‘an arbitrary doubling of  $n$ , since this is itself assumed not to affect  $k$ ,  $r$ , and  $k'$ , must have effect of raising  $p$  to double...Now in the long run this is probably true’ (Ibid.65). Todavia, para mostrar que há uma inconsistência da teoria quantitativa da moeda no curto prazo, a equação mostra que a velocidade de circulação da moeda é endógena, ou seja, ela é determinada tanto pelos hábitos do público em demandar moeda quanto pelo comportamento do sistema bancário em alterar a razão reservas bancárias/depósitos, e, portanto, acaba afetando a oferta de crédito da economia (FERRARI FILHO, 2005, p. 8).

Recapitulando o conceito de “realocação de poupança interna”, 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. 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. Da mesma forma, 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. Corresponde 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 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 descrição do conceito de *realocação da poupança interna* expõe a questão relativa à separação do conceito de velocidade-renda da moeda em um ramo exógeno e em um ramo endógeno. A sequência de um ramo exógeno (Tesouro Nacional e Banco Central) combinado a um ramo endógeno (bancos comerciais). O princípio de que transformações exógenas é que determinam transformações endógenas tem início no também princípio de que a determinação da demanda agregada pelo Estado é dada sem haver expansões da oferta de moeda, mas pela realocação da oferta de moeda que já estava em circulação. Após esta intervenção exógena, incluindo todo o aparato de desonerações tributárias seguido da também elevação proporcional dos depósitos compulsórios tradicionais, é que se formam as trajetórias endógenas quanto à demanda de moeda e quanto ao comportamento da expansão, ou retração, da oferta de moeda por parte dos bancos.

A realocação de moeda ociosa, neste sentido, dirigida pelos bancos, se concebe perfeitamente como um processo de conversão dos estoques de agregados monetários em ativos líquidos para fazer face aos incrementos da demanda de moeda, levando sempre em consideração a atuação dos compulsórios tradicionais (inclusive sobre diversos agregados monetários) no que tange justamente ao objetivo da Autoridade Monetária em exercer a regulação para o impedimento de que uma possível oferta de moeda acomodática aos incrementos de sua demanda venha a sancionar pressões inflacionárias. A intervenção integrada do Tesouro Nacional junto com o Banco Central é exatamente a intervenção exógena que determinará os rumos das transformações endógenas. As transformações

endógenas são os desígnios de expansão, ou não, da oferta de moeda-crédito, pelos bancos comerciais, como o resultado do crescimento da renda, e como mais do que isso, como a visualização da geração da poupança endógena do sistema bancário-financeiro em função do processo de agregação de valor que fora catalisado, inicialmente, pela determinação da demanda agregada, pelo Estado, sem ter havido, naquele instante, qualquer expansão da oferta de moeda. Razão pela qual fora garantida a manutenção do valor da moeda, e que agora essa mesma moeda tivera sua oferta expandida como um fator sancionador da agregação do valor e da difusão dos ganhos de produtividade.

[...] We know that the time series generated by nonlinear dynamic systems can be well behaved over a time span and then quite quickly migrate to regimes in which time series that are 'unruly' are generated. These 'unruly' time series need to be constrained if satisfactory time series are to be generated; apt interventions are needed for the economy to function well. As a result of these developments in our capabilities to understand complex systems, the idea of dividing the discourse for the explanation of nonlinear economic dynamics into those elements that are included in the endogenous dynamic process and those institutional arrangements and government interventions that are outside the formal model, but that enforce limits upon the values that endogenous process can generate, gains power. The intermittently effective institutional constraints, as well as government interventions, can be interpreted as setting new initial conditions for the endogenous dynamic process (MINSKY, 1995, p. 86).

Pela teoria da realocação da poupança interna, a pressão para a elevação das taxas de juros de mercado, por razão da contração sobre a liquidez, sofrerá um contrapeso em função do processo de amortização do estoque da dívida pública, pois será reduzida a necessidade da ampliação do volume de títulos públicos a serem colocados no mercado. Tal processo se converterá num mecanismo gradual de liberação da poupança interna, antes canalizada para a compra de títulos públicos. O mesmo processo de mitigação da pressão sobre a taxa de juros de mercado é feito pelo redirecionamento do crédito público, a “juro zero” para o setor agropecuário, de diversas linhas de crédito originadas pelos bancos públicos, e, sobretudo, pela redução considerável da taxa básica de juros como resultado do gradual processo de amortização da dívida pública. A política monetária contracionista é exercida pelo represamento da liquidez, através da atuação conjunta, integrada, das duas taxas de recolhimentos de depósitos compulsórios sobre os depósitos à vista, mais outras elevações de compulsórios sobre as outras formas de agregados monetários, no propósito de represar fortemente a liquidez, pelo lado dos compulsórios, com a contrapartida de se atenuar a subida das taxas de juros de mercado, dados os mecanismos de determinação das taxas de juros governamentais.

Considerando-se o ramo “exógeno” e o ramo “endógeno”, de determinação do nível da oferta de moeda pela teoria da realocação da poupança interna, isto é, constante no ramo exógeno e variante no ramo endógeno, o conceito de velocidade-renda da moeda também é determinado em função da oferta de moeda estar atrelada ou ao ramo exógeno ou ao ramo endógeno. No ramo exógeno, a velocidade-renda da moeda sobe, pois para todas as intervenções exógenas de criação de gastos públicos e de investimentos públicos não há variação na oferta de moeda em relação a estas, havendo maior quantidade de produto para a mesma quantidade de moeda; havendo, por outro lado, o efeito compensação, para as taxas de juros de mercado, por meio das linhas de crédito público. No ramo endógeno, a velocidade-renda da moeda cai à medida que as transformações endógenas, referentes ao processo de expansão da oferta de moeda-crédito, se processam em concomitância à agregação do valor e ao incremento da produtividade. Disto, haverá uma maior quantidade de moeda em relação a uma também maior quantidade de renda agregada e a uma maior quantidade de poupança privada (endógena)<sup>122</sup>. Apresentando uma tendência de baixa das taxas de juros de mercado e com a ressalva de que produto e oferta de moeda vão se ajustando como resposta da maturação dos investimentos públicos realizados pelas intervenções exógenas do Tesouro Nacional com o Banco Central, os quais se estabeleceram como os principais catalisadores da relação de causalidade, agregada, entre investimento e poupança.

A velocidade-renda da moeda da teoria da realocação da poupança interna reestrutura a velocidade-renda da moeda de Keynes, considerando, no entanto, a taxa de juros de mercado como “endógena” da mesma forma que Keynes também a considerava; com a distinção do aspecto da recomendação para o emprego das linhas de redirecionamento do crédito público para mitigar a tendência à alta das taxas de juros. As taxas de juros de mercado é que passam a estar agora determinadas em função da variação da velocidade-renda da moeda, e não o contrário. Quando a velocidade-renda da moeda sobe (dada a não variação da oferta de moeda) a taxa de juros de mercado tende a subir. Quando a velocidade-renda da moeda cai (dada à expansão endógena da oferta de moeda, pela expansão da moeda-crédito em razão da agregação do valor e em razão da expansão da poupança privada, endógena) a taxa de juros de mercado tende a cair, justamente por ocorrer uma maior acomodação entre a demanda e a oferta de moeda, sob um formato de expansão da oferta de moeda que não contempla a existência de pressões inflacionárias, por força da atuação dos ganhos de produtividade como elemento vinculado à expansão da oferta agregada.

---

<sup>122</sup> A velocidade varia, mas a direção é indeterminada.

### 3.7 Conclusões

A relação de causalidade entre “investimento e poupança”, de forma agregada, passa a estar vinculada às relações de causalidade que foram descritas nesse capítulo: “moeda e Estado”, “moeda e poupança” e “moeda e produtividade”. A principal reestruturação das finanças públicas realizada pela teoria da realocação da poupança interna está na questão de não mais se aplicar o conceito de déficits públicos. Os déficits públicos deixam de ser considerados como “déficits em si”, pelo fato do orçamento público deixar de ser vinculado à capacidade de arrecadação tributária do Estado, para passar a ser vinculado ao mecanismo de criação e destruição automática de moeda, o qual é limitado justamente pelo produto potencial e pelo balanço de pagamentos. Por tal razão, os antigos déficits estruturais, então chamados de déficits públicos por serem déficits mesmo na presença do pleno emprego, se reestruturam sob a nova configuração de “equilíbrio fiscal permanente”. A moeda autônoma do Estado, a destruição automática de moeda e o equilíbrio fiscal permanente são os três conceitos-chave da teoria da realocação da poupança interna, dentre os demais conceitos-chave, que determinam a estruturação das finanças públicas de forma autônoma à tributação e à renda.

A alavancagem de depósitos à vista comandada pelo Tesouro Nacional se firma como um instrumento para regular a alavancagem comandada pelos bancos comerciais e de reduzir a proporção de moeda ociosa na composição da oferta de moeda e das demais formas de agregados monetários. A principal conclusão está no fato de que a relação de causalidade entre investimento agregado e poupança agregada vem a ser iniciada pelos “investimentos públicos” sob a égide da “moeda autônoma do Estado, num processo que percorre o ciclo de determinação “moeda, Estado, poupança e produtividade”, tendo as gerações endógenas da “poupança privada” e de sobremaneira da disseminação dos “ganhos de produtividade” os principais resultados, tanto em termos de crescimento e de redistribuição da renda agregada, quanto de manutenção do valor fiduciário real da moeda, isto é, com a preservação da estabilidade de preços e da estabilidade macroeconômica em geral.

## **4 TEORIA DA REALOCAÇÃO DA POUPANÇA INTERNA: FINANÇAS PÚBLICAS E POLÍTICAS DE EMPREGO E RENDA À LUZ DA ESPECIFICIDADE HISTÓRICA BRASILEIRA**

O objetivo deste capítulo é discutir a possibilidade de aplicação dos instrumentos da teoria da realocação da poupança interna para a economia brasileira. Para isto, as especificidades históricas e jurídicas da economia brasileira são analisadas em termos da compatibilidade da execução dos instrumentos da teoria da realocação da poupança interna para o caso brasileiro. Discutem-se as questões da execução dos depósitos compulsórios e das transferências bancárias automáticas pelo Sistema de Pagamentos Brasileiro. Contrapõem-se as semelhanças quanto às recentes desonerações tributárias, determinadas pela política econômica brasileira. Evidenciam-se os mecanismos viáveis de geração de recursos públicos conforme as regras das transferências constitucionais, dentro do ordenamento do pacto federativo. Explicitam-se a necessidade de formação de reservas internacionais para a redução do processo crônico de dependência de captação de recursos externos para a cobertura dos déficits em conta corrente do balanço de pagamentos, a alocação de fundos para a formação de linhas de crédito público e a legislação brasileira quanto à formação do equilíbrio fiscal, no caso, a Lei de Responsabilidade Fiscal.

### **4.1 Introdução**

A construção de instrumentos baseados na teoria da realocação da poupança interna com o propósito direto da redistribuição de renda é possibilitada pelo desenvolvimento de mecanismos de subsídios<sup>123</sup> para a esfera produtiva, no que concerne à ampliação do salário mínimo e à redução da jornada de trabalho, de todos os trabalhadores, sem geração de custos de produção e sem expansão da oferta de moeda. A ponte entre moeda e produtividade é, neste sentido, a principal relação interna, componente da relação causal maior entre investimento agregado e poupança agregada, ao lado das demais relações da moeda entre o Estado e a poupança<sup>124</sup>, que se refere ao papel da moeda na redistribuição da renda agregada,

---

<sup>123</sup> Via concessão de bonificações pecuniárias para o custeio, de forma concomitante, do crescimento do valor do salário mínimo e da redução progressiva anual da jornada de trabalho, sem reduções dos salários, e sem geração de custos para a esfera produtiva.

<sup>124</sup> Sequência de relações de causalidade interna da relação entre investimento agregado e poupança agregada. No caso, da mesma forma em que a especificidade desta construção teórica abrange a reformulação do processo de déficits públicos e da poupança interna, há a reformulação para o papel de subsídios formados pela moeda autônoma do Estado, os quais têm justamente a função de se adiantarem à formação da

na compensação antecipada dos efeitos da geração *ex-post* da produtividade e da respectiva disseminação dos ganhos de produtividade para toda a economia.

A moeda se antecipa à produtividade como instrumento direto de atenuação de custos de produção e se institui como elemento condutor da própria geração da produtividade ao se tornar um dos elementos centrais na determinação da produção e, por conseguinte, na determinação endógena da poupança interna, por ter sido formadora dos investimentos públicos e catalisadora dos investimentos privados. No caso, a injeção da moeda pela via da “criação e destruição automáticas de moeda” é o canal de determinação do acesso para a cadeia produtiva e para os trabalhadores à concessão de um subsídio para o pagamento dos salários e de linhas de crédito público direcionado, responsáveis de forma direta, conjunta, pelo crescimento da produção e da produtividade, sem haver, todavia, expansões na oferta de moeda, o que garante que a redistribuição da renda vem a ser dada sem pressões inflacionárias, sob a forma de inflação de demanda, e sem a incidência de custos vinculados à variação da participação dos salários na renda nacional, sob a forma de inflação de custos.

#### **4.2 Compulsório de 100% e Amortização da Dívida Pública Interna: uma especificidade histórica da economia brasileira**

O emprego da política monetária como instrumento de suporte dos planos de desenvolvimento foi sempre um tema controverso na economia brasileira. O centro dessa discussão não estava somente na qualificação da emissão de moeda como elemento substituto direto da tributação, no processo de geração de recursos públicos, dada a fragilidade do sistema de arrecadação de impostos até meados do século XX, mas nas repercussões inflacionárias verificadas em função do uso sistemático da criação de receitas de senhoriagem sem haver um respectivo processo sólido de drenagem da expansão da liquidez. A execução do Plano de Metas no Governo JK (1956-1961) é o principal exemplo da história econômica brasileira de criação de recursos públicos por meio de emissão de moeda. Havia dois problemas nevrálgicos na execução da política monetária que dificultavam ações no sentido de se organizar uma regulação efetiva sobre os fluxos de liquidez do sistema bancário-financeiro à época: a ausência de um mercado de títulos públicos para a realização de operações de mercado aberto e a praticamente incapacidade de se utilizar o recolhimento de depósitos compulsórios como instrumento de ajuste da liquidez, por que a fixação das taxas

---

produtividade, no tocante à redução de custos de produção e da capacidade de se expandir a participação dos salários na distribuição funcional da renda.

de recolhimento era da competência exclusiva do Congresso Nacional, o que fazia com que sua utilização fosse feita apenas em ocasiões excepcionais (ORENSTEIN; SOCHACZEWSKI, 1990, p.189).

A política de criação de dívida pública com o objetivo de geração de recursos públicos não-inflacionários e de ajuste de liquidez só começou a ser estruturada a partir da criação, em 1964, da ORTN<sup>125</sup> (Obrigação Reajustável do Tesouro Nacional) e em 1970, da LTN<sup>126</sup> (Letra do Tesouro Nacional) (ALÉM; GIAMBIAGI, 2001, p.118).

[...] As LTN representaram a demarcação oficial do chamado processo de esterilização, pois a combinação de expansões monetárias provenientes da entrada de recursos externos e a colocação de dívida pública interna, no mercado financeiro, resultaram da definição do conceito de ajuste da política monetária no curto prazo, de modo a impedir que a emissão monetária, oriunda das divisas convertidas internamente, produzisse efeitos inflacionários (LANZARINI, 2008, p.8).

Em conjunto ao uso dos depósitos compulsórios e ao uso do redesconto, as operações de mercado aberto com títulos públicos vieram a integrar o leque da política monetária na regulação direta da base monetária. A Lei Complementar nº 12 de 1971 instituiu a prerrogativa, para as autoridades monetárias<sup>127</sup>, de criação de dívida pública e de gestão da política monetária (incluindo compulsórios e redesconto) sem depender da aprovação do Congresso Nacional, no que ficou conhecido como “Orçamento Monetário”. O orçamento englobava a cobertura de despesas além do Orçamento Geral da União (aprovado pelo Congresso Nacional) por meio de emissões de títulos do Tesouro Nacional (ORTN e LTN). Além disso, a determinação dos recolhimentos compulsórios saía de uma esfera

---

<sup>125</sup> Primeiro título público brasileiro, estabelecido pela Lei nº 4.357 de 16.07.1964, para a função de criação de um mercado de dívida pública interna, atrelado ao instrumento da correção monetária como meio de atração de compradores para o mercado de títulos públicos. De fato, a introdução da correção monetária foi um primeiro passo rumo à generalização das regras de indexação, entre 1964 e 1994, tendo enrijecido as expectativas inflacionárias, a despeito de qualquer quadro fiscal.

<sup>126</sup> Primeiro título público brasileiro, criado pelo Decreto-Lei nº 1.079 de 29.01.1970, destinado à função de realizar operações de mercado aberto, isto é, os chamados ajustes de sintonia fina, de *open market*, no controle direto da liquidez.

<sup>127</sup> Até a implementação do Plano Cruzado, em 28 de fevereiro de 1986, praticamente coexistiam duas autoridades monetárias na economia brasileira por razão da Conta-Movimento do Banco do Brasil. Essa conta permitia ao Banco do Brasil zerar os seus déficits diários de caixa através de saques a custo zero no Banco Central. O movimento de zeragem dos déficits diários do Banco do Brasil, pelo Banco Central, de 1965 até 1986, serviu, em tese, de base para a formação do movimento de zeragem automática dos títulos públicos, mas de todos os bancos comerciais. A recompra de todos os títulos públicos em excesso nas carteiras dos bancos era feita no fechamento de cada dia, pelo Banco Central (até muitos meses após o lançamento do Plano Real), num formato de injeção de liquidez de forma praticamente semelhante à cobertura dos déficits de caixa do Banco do Brasil pela Conta-Movimento. De fato, todos esses mecanismos de injeção de liquidez sem qualquer preocupação com o “enxugamento” da mesma tinham a ver com a lógica da execução das finanças públicas com a convivência do mecanismo de correção monetária, em que a inflação era relegada a um segundo plano, dado que os meios de financiamento do Estado dependiam de instrumentos de execução de despesas além do Orçamento Geral da União e a própria sustentação política dos governos militares, junto às bases empresariais, dependia, dentre outros fatores, da concessão de linhas de crédito público pela via do Banco do Brasil.

completamente atrelada às pressões políticas do Legislativo, razão pela qual pouco se efetivaram alterações em suas taxas (na era pré-golpe civil e militar de 1964), para uma esfera em que os mesmos foram perdendo a sua efetividade, diante da aceleração inflacionária, pois a lógica de execução das políticas fiscal e monetária (durante os governos militares) não possuía qualquer compromisso com a drenagem da liquidez injetada, dada que a mesma se diluía junto aos mecanismos vigentes da “correção monetária”.

[...] Através da Lei Complementar nº 12 o Conselho Monetário Nacional autorizava o Banco Central a emitir dívida pública mobiliária tanto para fins de política monetária como, indiretamente, para financiar dispêndios públicos extra-orçamentários. Assim, o significativo crescimento da dívida pública ao longo dos anos 1970 foi o resultado de déficits fiscais crescentes – não explicitados pelo Orçamento Geral da União; da esterilização das expansões monetárias decorrentes da formação de estoques de reservas internacionais e da absorção e intermediação pelo Banco Central da dívida externa brasileira (ALÉM; GIAMBIAGI, 2001, p.119).

Antes mesmo de se preconizar a aplicação do mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda da teoria da realocação da poupança interna para a economia brasileira, há um exemplo histórico, talvez ímpar em termos internacionais, utilizado pela política econômica brasileira: um regime de recolhimentos de depósitos compulsórios de 100% sobre os depósitos à vista entre 1994 e 1995 (BACHA, 1995). Os primeiros meses de implantação do Plano Real, a partir de 1º de julho de 1994, representaram uma etapa de convivência de instrumentos de política monetária remanescentes da generalização das regras de indexação por todos os contratos da economia, a exemplo da zeragem automática de títulos públicos<sup>128</sup>, com a introdução de novos instrumentos de política monetária, a exemplo da forte elevação dos depósitos compulsórios. O propósito era capacitar a política monetária para exercer um papel ativo no exercício do controle da demanda agregada, pela via do controle da liquidez, ao mesmo tempo em que se reestruturava a relação entre o Banco Central e os bancos comerciais, com fins a ressuscitar o mecanismo do redesconto (CARVALHEIRO, 2002).

---

<sup>128</sup> “Com a inflação, por exemplo, os agentes econômicos deixavam de reter moeda, dificultando o uso dos depósitos compulsórios como instrumento de política monetária. De outro lado, ao atuar como banco dos bancos, o Banco Central desenvolveu mecanismos de assistência financeira de liquidez a instituições em dificuldades, mas a taxas de juros punitivas, deixando de usar de forma efetiva o instrumento clássico do redesconto. Porém, a questão mais controversa durante muitos anos referiu-se à passividade da política monetária. O grande instrumento utilizado pelo Banco Central nos anos 80 foi a utilização das operações de mercado aberto para regular a liquidez da economia e, principalmente, controlar a taxa de juros. Contudo, ao final de cada dia, o Banco Central praticava a chamada “zeragem” do mercado, quando se dispunha a absorver as sobras de recursos das instituições financeiras ou a emprestar recursos àquelas em dificuldades. A zeragem do mercado trazia uma série de problemas. De um lado, ela inviabilizava formalmente a assistência financeira de liquidez, que tinha taxas punitivas, acima daquelas cobradas diariamente pelo Banco Central. De outro lado, a própria autoridade monetária tornava exequível problemas de risco moral, pois as instituições financeiras tinham a certeza da garantia de recursos por parte do Banco Central, ao mesmo tempo em que este inibia o desenvolvimento do mercado de operações interbancárias” (CARVALHEIRO, 2002, p.7-8).

A peculiaridade da economia brasileira, com a adoção do Plano Real em 1994, estava no fato de que a necessidade do controle imediato da liquidez residia num formato de problema bastante semelhante à questão da liquidez quando da implantação do Plano Collor<sup>129</sup>, em 1990, dado que ambos os planos (Collor e Real) tinham como desafio comum a estabilização monetária diante de um quadro hiperinflacionário e o temor em relação aos possíveis descontroles dos níveis de “consumo” após o fim das regras de indexação plena dos ativos financeiros. A preocupação exacerbada sobre o controle da liquidez, dentro de uma realidade de uma hiperinflação, sancionada pela generalização das regras de indexação, se deu tanto em março de 1990, como em julho de 1994, pois era uma condição para o êxito de quaisquer tentativas de estabilização dos níveis de inflação. O perigo imediato, à época, de uma total desindexação de um gigantesco volume de liquidez estaria na conversão direta dos ativos líquidos indexados em ativos fixos, isto é, na eclosão de um *boom* de consumo<sup>130</sup> em proporções estritamente especulativas. Independente das discussões a respeito dos distintos métodos de administração direta da liquidez nos Planos Collor e Real fica evidente a evolução dos instrumentos de gerenciamento da liquidez da Autoridade Monetária brasileira, em função do próprio histórico de fracassos de tentativas de estabilização na economia brasileira, desde o Plano Cruzado, em 1986, tendo esse apresentado como um dos seus efeitos colaterais a deflagração de um dos maiores exemplos de picos de consumo inflacionário.

O instrumento do compulsório de 100%, a partir de julho de 1994, tivera efeitos positivos não apenas na questão do controle da demanda agregada, mas apresentara um resultado peculiar, até hoje pouco abordado pela literatura econômica, que fora a contenção da “expansão da dívida pública interna”. A combinação de um compulsório<sup>131</sup> de 100% sobre os

---

<sup>129</sup> “A proposta de bloquear a liquidez dos ativos financeiros ligava-se ao debate econômico brasileiro dos anos 1980 por três grandes vertentes: primeira, a tendência de monetização acelerada nos casos de desinflação abrupta, com forte e rápido aumento da base monetária e do M1, e as dificuldades para controlá-la e evitar seus efeitos negativos sobre os preços; segunda, as implicações da elevada liquidez dos haveres financeiros, a chamada moeda indexada; e terceira, o rápido aumento da dívida mobiliária interna e seu precário esquema de financiamento diário no mercado monetário. O Plano Collor procurou enfrentar as três questões conjuntamente. O plano partia da convicção de que uma política monetária efetiva seria inviável sem que se eliminasse a moeda indexada, mas aceitava que não seria possível desmontar a indexação de um golpe, sob risco de “fuga” em massa dos aplicadores. Decidiu-se assim bloquear os haveres financeiros para ordenar a monetização e devolver ao BCB as condições para controlar a oferta de moeda, sem a necessidade de recorrer a taxas de juros muito altas que pressionariam a dívida pública. Tais recursos deixariam de ser moeda indexada não pelo fim das regras de indexação, mas por estarem se recompondo as condições “normais” do mercado monetário e do sistema financeiro” (CARVALHO, 2003, p.285-286)

<sup>130</sup> Corrida para a formação de estoques especulativos de bens e de moeda estrangeira, dada uma possível ruptura das regras de indexação, em que as únicas formas de manutenção e de expansão do estoque de riqueza estariam na antecipação do consumo de bens duráveis e não duráveis e no direcionamento dos recursos financeiros para mercados especulativos, a exemplo de imóveis, dólar e ouro.

<sup>131</sup> “Após o governo promover a reforma monetária que criou o Real, tornando a emissão monetária vinculada às reservas internacionais, iniciou-se o processo de estabilização dos preços que, embora não consolidado, vem permanecendo até hoje. O art. 3º da Medida Provisória que criou o Real dispunha expressamente que o Banco

depósitos à vista, além de outras formas de recolhimentos compulsórios sobre os demais agregados monetários, em conjunto com a continuidade do mecanismo de zeragem automática de títulos públicos (DE PAULA; SOBREIRA, 1996), permitira que, durante alguns meses (entre o 2º semestre de 1994 e o 1º semestre de 1995) a maior parte da emissão de títulos públicos não viesse a produzir o crescimento da dívida pública interna. Inclusive, considerando-se o fato de terem sido empregadas “operações de esterilização” (sob taxas de juros extremamente elevadas), também chamadas de operações compromissadas. Nestas operações, o Banco Central amplia o estoque de reservas internacionais através da emissão de moeda, atrelada à emissão de títulos públicos para a neutralização do impacto monetário da entrada de recursos externos.

[...] Políticas de esterilização são associadas a preocupações sobre a estabilidade monetária. Compras de reservas diretamente aumentam a base monetária, injetando liquidez na economia. Por sua vez, isso coloca uma pressão baixista sobre os juros domésticos – o que pode ser conflitante com um regime de metas de inflação. É quando tais considerações predominam que o banco central vai optar em esterilizar suas compras de reservas. Geralmente, bancos centrais conduzem a esterilização pela venda de títulos de seu próprio portfólio ou pela emissão de títulos em moeda doméstica – como notas do banco central ou títulos do tesouro nacional, por exemplo –, os quais pagam juros para absorver o excesso de liquidez, na visão de Stiglitz (2006). O resultado é o enxugamento da moeda injetada na economia pela compra das reservas, mantendo a base monetária inalterada, ou seja, influxos de capitais na economia doméstica não alteram a quantidade de moeda em circulação (VAN DER LAAN, et. al., 2012, p.21).

A especificidade do processo conduzido pelo Banco Central do Brasil, entre 1994 e 1995, destoou da forma tradicional de aplicação do mecanismo tradicional das “políticas de esterilização”, ao não alterar a quantidade de moeda em circulação, mas tendo expandido a base monetária por conta do crescimento do componente das reservas bancárias. No processo empregado pelo Banco Central do Brasil após as operações de esterilização ocorriam novas rodadas de emissão de moeda, com a “zeragem automática de títulos públicos”, e após essas, havia, por último, a incidência do compulsório de 100% sobre os depósitos à vista, que inflavam as “reservas bancárias” depositadas no Banco Central. Com isso, a quantidade de moeda em circulação permanecia inalterada, de modo idêntico à aplicação tradicional das

---

Central emitiria reais mediante prévia vinculação de reservas internacionais em valor equivalente; portanto, estas deveriam servir de lastro para a emissão da moeda nacional. Dada a forte remonetização da economia que se seguiu à redução da inflação, o Banco Central passou a utilizar intensamente os instrumentos disponíveis para conter o crescimento da moeda e do crédito. A partir de julho o recolhimento compulsório sobre novos depósitos à vista foi aumentado para 100% e as exigibilidades sobre depósitos a prazo, depósitos de poupança e depósitos judiciais também foram majoradas. Posteriormente, foi instituído encaixe obrigatório também para operações de crédito, restringindo-se para três meses o prazo máximo das operações creditícias” (CARVALHEIRO, 2002, p.9-10).

operações de esterilização, com a diferença de que a base monetária era expandida através das “reservas bancárias”, responsáveis por refletir a moeda emitida e recolhida pelo compulsório de 100% sobre os depósitos à vista. No entanto, o depósito de todos os recolhimentos compulsórios sobre os demais agregados monetários, era contabilizado em “Outros Depósitos no Banco Central do Brasil”.

Conta essa que registrou valores e percentuais superiores à base monetária, para o mesmo período analisado, quando a incidência dos compulsórios sobre as várias formas de agregados monetários superou a incidência básica sobre os depósitos à vista. O crescimento da base monetária e da conta de Outros Depósitos no Banco Central do Brasil era uma forma de crescimento da dívida pública interna. Entretanto, o instrumental de política econômica adotado à época também promovia uma espécie de “estabilização” dos níveis da dívida pública, com reduções, inclusive, do estoque e dos percentuais de participação no PIB, da dívida interna do governo federal e do Banco Central do Brasil. O crescimento da base monetária, pelo lado das reservas bancárias, era a materialização do ciclo de enxugamento de liquidez e de estabilização da dívida pública interna, sem repercussões sobre a política fiscal, conforme os dados da Tabela 1. Todo o instrumental em questão se resumia à esfera da política monetária: emissão de moeda para a aquisição de divisas; emissão de títulos públicos para o enxugamento da moeda emitida; zeragem automática de títulos públicos (nova rodada de emissão de moeda); e compulsório de 100% sobre os depósitos à vista, acrescido de compulsórios sobre outras formas de agregados monetários.

[...] As contas mais representativas do passivo são os títulos de emissão do Tesouro Nacional, as operações compromissadas, a base monetária e a conta Outros Depósitos no Banco Central do Brasil, que concentra, essencialmente, os depósitos compulsórios mantidos pelas instituições financeiras (BRASIL. SECRETARIA DO TESOUREIRO NACIONAL, 2008).

**Tabela 1 - Dívida Interna, Dívida Externa, Base Monetária e Outros Depósitos no Banco Central, registrados em R\$ bilhões (agosto/1994 – setembro/1995)**

	Agosto/1994	Dezembro/1994	Março/1995	Junho/1995	Setembro/1995
DILGFBCB <sup>132</sup>	R\$ 35,38	R\$ 33,39	R\$ 30,69	R\$ 33,74	R\$ 53
DILSP <sup>133</sup>	R\$ 106,03	R\$ 108,80	R\$ 111,12	R\$ 121,94	R\$ 148,55
DLTSP <sup>134</sup>	R\$ 149,87	R\$ 153,41	R\$ 161,95	R\$ 174,52	R\$ 188,94
DELS <sup>135</sup>	R\$ 43,83	R\$ 44,61	R\$ 50,83	R\$ 52,57	R\$ 40,39
Base Monetária	R\$ 9,41	R\$ 17,68	R\$ 15,58	R\$ 13,94	R\$ 13,45
Outros Depósitos no BCB	R\$ 8,65	R\$ 14,20	R\$ 17,10	R\$ 18,91	R\$ 17,25

Fonte: Boletim do Banco Central, 1995, 1996.

De acordo com os dados do Boletim do Banco Central, apresentados na Tabela 1, a dívida interna líquida do governo federal e do Banco Central do Brasil era de (7,6% do PIB) em agosto de 1994, de (6,5% do PIB) em dezembro de 1994, de (5,3% do PIB) em março de 1995, de (5,4% do PIB) em junho de 1995 e de (8,3% do PIB) em setembro de 1995.

A dívida interna líquida do setor público (governo federal e Banco Central do Brasil, governos estaduais e municipais, e empresas estatais) era de (22,8% do PIB) em agosto de 1994, de (21,0% do PIB) em dezembro de 1994, de (19,2% do PIB) em março de 1995, de (19,6% do PIB) em junho de 1995 e de (23,4% do PIB) em setembro de 1995.

A dívida líquida total do setor público (governo federal e Banco Central do Brasil, governos estaduais e municipais, e empresas estatais) era de (32,2% do PIB) em agosto de 1994, de (29,7% do PIB) em dezembro de 1994, de (27,9% do PIB) em março de 1995, de R\$ (28,1% do PIB) em junho de 1995 e (29,7% do PIB) em setembro de 1995 (BRASIL, BACEN, 1995, 1996).

A explicação para a trajetória de amortização do estoque da dívida interna do governo federal e do Banco Central do Brasil, entre agosto de 1994 e junho de 1995, além da redução da participação das demais formas de dívidas públicas no PIB, dentro de um regime de moeda estável, então recém instalado, esteve na coexistência de um sistema de gerenciamento da liquidez que combinava “emissão de moeda” com um proporcional mecanismo de “destruição de moeda”. A fase inicial do Plano Real, de transição na administração da contenção da

<sup>132</sup> Dívida Interna Líquida do Governo Federal e do Banco Central do Brasil.

<sup>133</sup> Dívida Interna Líquida do Setor Público (governo federal e Banco Central do Brasil, governos estaduais e municipais, e empresas estatais).

<sup>134</sup> Dívida Líquida Total do Setor Público (governo federal e Banco Central do Brasil, governos estaduais e municipais, e empresas estatais).

<sup>135</sup> Dívida Externa Líquida do Setor Público (governo federal e Banco Central do Brasil, governos estaduais e municipais, e empresas estatais), convertida em reais de 01. Jul.1994.

liquidez, pelo Banco Central, implicava na necessidade de se impedir que ocorresse uma corrida bancária de correntistas, rumo à especulação com ativos fixos, dada à perda dos ganhos diários das aplicações financeiras que dependiam dos rendimentos diários da inflação. Por um lado, a “reinvenção” do mercado de títulos públicos se pautava pela fixação de taxas de juros básicas com rendimentos reais extremamente elevados com a dupla função de atrair capitais especulativos, de curto prazo, para a cobertura dos déficits em conta corrente do balanço de pagamentos e para a formação de um estoque razoável de reservas internacionais, (compatível com o balanceamento desse mesmo déficit). Por outro, a necessidade imediata era o controle da liquidez e da demanda agregada, como um todo, para deter quaisquer formas de eclosão de bolhas de consumo. A própria SELIC, no começo do Plano Real, mesmo não sendo ainda a taxa básica de juros (a taxa básica era a TBC, Taxa do Banco Central) estava fixada em 67% a.a.

A política de acumulação de reservas internacionais atenuou a trajetória da dívida pública bruta externa<sup>136</sup>, com o estoque de reservas internacionais passando de US\$ 38,8 bilhões, em fins de 1994, para US\$ 51,8 bilhões, em fins de 1995. A dívida externa líquida do setor público (governo federal e Banco Central do Brasil, governos estaduais e municipais, e empresas estatais), convertida em reais de 01.07.1994, era de (9,4% do PIB) em agosto de 1994, de (8,6% do PIB) em dezembro de 1994, de (8,8% do PIB) em março de 1995, de (8,5% do PIB) em junho de 1995 e de (6,4% do PIB) em setembro de 1995 (BRASIL. BACEN, 1995, 1996).

Por mais que a taxa de juros básica, remuneradora dos títulos públicos, estivesse se situado em níveis reais extremamente elevados, a amortização quase que total dos novos títulos públicos emitidos, pós-julho de 1994, além da recompra de títulos públicos anteriores ao lançamento do Real, era garantida sem custo nenhum para o Tesouro Nacional. O mecanismo empregado percorria o seguinte esquema: o Banco Central emitia moeda, sobretudo, para a compra de divisas, com maior destaque para a enxurrada de capitais especulativos durante o segundo semestre de 1994, em seguida eram emitidos títulos públicos para se enxugar a moeda que havia sido emitida (procedendo de tal modo com as chamadas operações de esterilização). Esses títulos não acresciam ao estoque da dívida do governo federal e do Banco Central do Brasil porque eram quase que integralmente resgatados pela “zeragem automática de títulos públicos”. Toda a quantidade de moeda emitida pela “zeragem

---

<sup>136</sup> Diversos outros fatores, incluindo o acordo de renegociação da dívida externa, em 1994, contribuíram para o processo de reestruturação e alongamento dos prazos dos títulos brasileiros no mercado internacional, a exemplo das rodadas de emissões dos *bradies*, assim conhecidos os títulos brasileiros no mercado internacional.

automática de títulos públicos” era de forma imediata enxugada para as reservas bancárias em função da aplicação do compulsório de 100%.

As emissões de títulos públicos, mesmo sob taxas reais superiores a 60% a.a., não geravam expansões da dívida do governo federal e do Banco Central do Brasil, a qual, conforme dados já citados, se reduzira de R\$ 35,38 bilhões (7,6% do PIB), em agosto de 1994, para R\$ 30,69 bilhões (5,3% do PIB), em março de 1995. A única expansão se dava na base monetária, pois as reservas bancárias tiveram um crescimento exponencial em função do recolhimento das diversas modalidades de compulsórios, sobretudo, dos compulsórios de 100% sobre os depósitos à vista, até dezembro de 1994. O componente das reservas bancárias fora o motor da expansão da base monetária, e não o papel moeda em poder do público, pois mesmo que a estabilização monetária trouxesse um acréscimo natural da demanda por moeda, a peculiaridade da vigência da aplicação, em níveis extremos, dos recolhimentos compulsórios sobre depósitos à vista impelira o crescimento dos saldos das reservas bancárias, mantidas no passivo do balancete do Banco Central. A evolução dos saldos da base monetária, de agosto de 1994 a setembro de 1995, fora determinada pelas oscilações dos percentuais de recolhimento de depósitos compulsórios sobre os depósitos à vista. Na mesma trajetória ascendente, por englobar todas as formas de depósitos compulsórios sobre agregados monetários, se expandiu a conta “Outros Depósitos no Banco Central”

Conforme os mesmos dados do Boletim do Banco Central (1995, 1996) expostos na Tabela 1, a base monetária era de (2,0% do PIB) em agosto de 1994, de (3,4% do PIB) em dezembro de 1994, de (2,7% do PIB) em março de 1995, de (2,2% do PIB) em junho de 1995 e de (2,1% do PIB) em setembro de 1995 (BRASIL. BACEN, 1995, 1996). Já a conta de Outros Depósitos no Banco Central era de (1,9% do PIB) em agosto de 1994, de (2,7% do PIB) em dezembro de 1994, de (3,0% do PIB) em março de 1995, de (3,0% do PIB) em junho de 1995 e de (2,7% do PIB) em setembro de 1995. Desses dados, se observa que a trajetória ascendente da base monetária, de agosto de 1994 a dezembro de 1994, e a posterior trajetória descendente, de dezembro de 1994 a setembro de 1995, mais a trajetória ascendente dos Outros Depósitos no Banco Central do Brasil de agosto de 1994 a junho de 1995, posteriormente descendente de junho de 1995 a setembro de 1995, estão diretamente vinculadas à elevação inicial dos compulsórios, com destaque para o compulsório de 100% sobre novos depósitos à vista, a partir de julho de 1994, e ao respectivo processo gradual de redução dos compulsórios, que se iniciara pela redução dos compulsórios sobre os depósitos à vista, de 100% para 90%, em dezembro de 1994, e de demais reduções ao longo do ano de 1995. O que precisa ser frisado é que o crescimento da base monetária e da conta Outros

Depósitos no Banco Central do Brasil é computado no crescimento do estoque nominal da dívida pública interna e no crescimento do percentual desta dívida como razão do PIB.

Todavia, essa estrutura peculiar de crescimento da base monetária, pelo crescimento das reservas bancárias através dos elevados compulsórios sobre depósitos à vista, mais os Outros Depósitos no Banco Central do Brasil, por todos os compulsórios sobre os agregados monetários registrou, na verdade, uma lógica de amortização do estoque da dívida interna do governo federal e do Banco Central do Brasil, entre agosto de 1994 (7,6% do PIB) e junho de 1995 (5,4% do PIB). Em concomitância, a partir de setembro de 1995, a Dívida Interna do Governo Federal e do Banco Central do Brasil (8,3% do PIB), a Dívida Interna Líquida do Setor Público (governo federal e Banco Central do Brasil, governos estaduais e municipais, e empresas estatais) (23,4% do PIB) e a Dívida Líquida Total do Setor Público (governo federal e Banco Central do Brasil, governos estaduais e municipais, e empresas estatais) (29,7% do PIB) registraram crescimento, ao mesmo tempo em que se reduziam as proporções do PIB da base monetária (2,1% do PIB) e dos Outros Depósitos no Banco Central do Brasil (2,7%).

Tendo sido esta a evidência concreta da reversão da estrutura inicial da práxis da política monetária, desde o lançamento do Real, com a remodelagem em favor da criação de dívida pública como instrumento único de canalização do impacto monetário da entrada de recursos externos, em substituição à regra casada de operações de esterilização, zeragem automática de títulos públicos e compulsório sobre depósitos à vista, na casa dos 100%. Nisto, o novo formato de construção da dívida pública interna passara a ser instituir como um novo regime de acumulação de capital, em substituição ao formato de dívida pública indexada diariamente nos tempos da correção monetária e em substituição à lógica, prevalecida entre 1994 e 1995 de coexistência de fatores remanescentes da correção monetária com a introdução de instrumentos de retenção de toda a liquidez que fosse criada por esses mecanismos de gerenciamento diário dos títulos públicos.

O ano de 1995 marcou a redução dos saldos da base monetária como reflexo direto das reduções dos recolhimentos compulsórios. Esse mesmo ano marcara o início do processo de crescimento da dívida pública, desde o Plano Real, a despeito da redução da taxa básica de juros.

[...] Nos primeiros meses do plano, em que a taxa de câmbio flutuou livremente, o ingresso líquido de divisas provocou uma valorização nominal do Real, permitindo ao Banco Central ter ampla liberdade para exercer a política monetária. Esse processo começou a ser interrompido no final do ano, quando a crise cambial mexicana passou a provocar uma reversão no processo de transferências internacionais de capitais, afetando particularmente o Brasil. Mesmo assim, em dezembro, o Banco Central

reduziu a obrigatoriedade do recolhimento sobre depósitos à vista, de 100% para 90%, mas aumentou a alíquota do recolhimento obrigatório sobre depósitos a prazo para 30%. Em 1995, a política monetária passou por dois períodos distintos. No primeiro, correspondente aos meses iniciais do ano, a preocupação de controlar a demanda agregada teve continuidade, através da elevação da taxa de juros e dos limites dos recolhimentos compulsórios, e também por meio de restrições adicionais à expansão do crédito. No segundo período, a partir de maio, o Banco Central iniciou um processo de flexibilização gradual dos recolhimentos obrigatórios, buscando reduzir a taxa básica de juros, que havia aumentado no início do ano em virtude de tentativas de ataques especulativos derivados da crise mexicana. Essa política não impediu que a taxa de juros sofresse grandes oscilações até o final do ano e nem permitiu que o Banco Central se ausentasse do mercado de reservas bancárias, atuando através da zeragem automática, que continuava inviabilizando o mecanismo do autêntico redesconto. A alíquota do recolhimento compulsório sobre as operações de crédito, que havia diminuído de 15% para 12% em maio, foi novamente reduzida para 10% em junho. Em julho, a alíquota sobre os depósitos à vista caiu de 90% para 83%. Em agosto, o Banco Central reduziu as reservas obrigatórias sobre depósitos a prazo de 30% para 20%, sobre as operações de crédito, de 10% para 8%, e sobre depósitos de poupança, de 30% para 15%. Em setembro, a alíquota sobre as operações de crédito foi reduzida de 8% para 5% e em novembro caiu para zero (CARVALHEIRO, 2002, p.10-11).

A emissão de moeda, como um dos instrumentos da administração da dívida pública interna, residia na utilização diária da zeragem automática<sup>137</sup> de títulos públicos até setembro de 1995. O Banco Central, a partir de então, começara a realizar um processo de provisão de liquidez para os bancos no moldes tradicionais do redesconto, isto é, de forma esporádica, e não mais diária como nos tempos da inflação, quando prevalecia a generalização da indexação, da correção monetária, por todos os contratos da economia, inclusive nas relações diretas do Banco Central com os bancos do sistema financeiro no gerenciamento do processo de criação de dívida pública (DE PAULA; SOBREIRA, 1996).

[...] A zeragem automática de mercado é o mecanismo pelo qual o Banco Central efetuava, até recentemente, o ajuste diário de reservas do sistema bancário, zerando as posições credoras e devedoras das carteiras de títulos públicos do sistema bancário. Através deste mecanismo, o Bacen recompra títulos públicos quando o sistema não tem recursos suficientes para atender aos seus requerimentos de reservas (neste caso, diz-se que o Bacen está *oversold*) e vende títulos quando os bancos estão com excesso de liquidez, de forma a evitar uma queda significativa na taxa de juros (o Bacen está *under-sold*). Como as instituições demandantes (ou ofertantes) ajustam suas posições através de operações de um dia (*overnight*) com o Banco Central, este, por sua vez, tem condições de definir a taxa de juros que deseja praticar em determinado

<sup>137</sup> “O segundo semestre de 1995 destacou-se pelas significativas modificações que ocorreram no funcionamento do mercado financeiro, de forma geral, e nas operações de mercado aberto, de modo específico. De um lado, observou-se a adoção de uma série de medidas por parte das autoridades monetárias criando novos fundos de investimento e extinguindo paulatinamente os existentes, com o objetivo de alongar o prazo médio das aplicações financeiras dos agentes. De outro, o Banco Central (Bacen) alterou, em fins de setembro, sua forma de atuar nas operações de mercado aberto, deixando de realizar os *go-arounds* diários de recursos e passando a efetuá-los de forma episódica. Com isso, foi reduzido o grau de discricionariedade do Bacen na determinação da taxa de juros básica do mercado, instituindo o que ficou conhecido como ‘banda informal de juros’, sistema pelo qual o Bacen procura manter a taxa de juros dentro de um certo intervalo por ele estipulado” (DE PAULA; SOBREIRA, 1996, p.121).

momento. A zeragem automática tinha como principal objetivo garantir às autoridades monetárias um relativo controle sobre a taxa de juros de mercado, evitando oscilações bruscas e significativas nessa variável. Para tanto, o Bacen, ao manter o equilíbrio da liquidez, procurava neutralizar os efeitos adversos sobre as reservas dos bancos comerciais decorrentes de fenômenos sazonais, acidentais ou de comportamento dos agentes econômicos — como, por exemplo, dias de pagamento de impostos — que poderiam comprometer a eficácia da política monetária ao eliminar o poder indicador dessa variável. Tais efeitos sobre as condições de liquidez da economia ocorriam devido à baixa magnitude do estoque de moeda não indexada (MI) e da base monetária em um contexto de alta inflação e à existência de substitutos quase perfeitos à moeda doméstica (a chamada moeda indexada), o que tornava as reservas bancárias muito sensíveis a quaisquer desses fenômenos (DE PAULA; SOBREIRA, 1996, p.122-123).

Pode ser dito que o período em foco (1994 e 1995) teve dois pilares estabilizadores para o estancamento do processo inflacionário e para o gerenciamento da dívida pública (interna e externa) sem custos fiscais para o governo federal: a política de acumulação de reservas internacionais e a política de acumulação de reservas bancárias (monetização da dívida interna federal e posterior esterilização desse impacto monetário). A constatação a partir dos valores obtidos do Boletim do Banco Central é que o mês de junho de 1995 foi o ponto de inflexão para a mudança da “trajetória decrescente” do saldo e da participação no PIB, da dívida interna do governo federal e do Banco Central do Brasil, e das participações no PIB, da dívida interna líquida do setor público (governo federal e Banco Central do Brasil, governos estaduais e municipais, e empresas estatais) e da dívida líquida total do setor público (governo federal e Banco Central do Brasil, governos estaduais e municipais, e empresas estatais). O começo da trajetória ascendente da dívida pública interna, pós-Plano Real, é uma evidência concreta do direcionamento da política monetária na nova era de estabilização monetária: formação do mercado títulos públicos, tendo este, como base de acumulação de capital, o crescimento do estoque da dívida pública interna.

O formato de política monetária implementado a partir de meados de 1995 passou a ser de “opção de crescimento da dívida pública interna” e de “redução da manutenção dos saldos de reservas bancárias”, dentro de uma nova lógica de “construção de um mercado de títulos públicos”, sob a égide do Real. Representando, desde então, uma estrutura de “estancamento da poupança pública” dado que as operações de ordem monetária passaram a acarretar despesas crescentes com juros reais, apesar dos programas de contingenciamento orçamentário. A identificação de uma política de contingenciamento orçamentário na economia brasileira é realizada através das próprias séries do Boletim do Banco Central, para o período 1995-1998, contrariando a tese de que uma política fiscal expansionista teria sido a

causa original do processo de endividamento público no pós-Plano Real<sup>138</sup>. As necessidades de financiamento do setor público, incluindo as receitas de privatização, demonstram a existência de pequenos superávits primários entre 1995 e 1998, mesmo antes do acordo com o FMI, quando se oficializara a política oficial de formação de superávits primários a partir de 1999. Em 1995, o superávit primário fora de R\$ 2,4 bilhões (0,36% do PIB), em 1996, de R\$ 466 milhões (0,06% do PIB), em 1997, de R\$ 8,62 bilhões (0,97% do PIB) e, em 1998, de R\$ 106 milhões (0,01% do PIB) (BRASIL. BACEN, 1995 – 1999).

Significa dizer que a rolagem da dívida pública interna pós-Plano Real, com a emissão de novos títulos públicos para o pagamento dos títulos públicos em vencimento, ampliou o estoque de dívida pública, com origens majoritárias nas operações de política monetária, tendo transferido o ônus gerado pela política monetária de forma integral para a política fiscal. Isto é, foi criada, “institucionalizada”, uma dívida sem ativos no lado real da economia, sendo que a mesma passou a ser o referencial de estancamento da poupança pública e o referencial de “direcionamento” da poupança privada em detrimento de investimentos em capitais produtivos. Na verdade, o período 1994-1995 representou um espaço de indefinição do modelo de política monetária que viria a ser empregado no recém-criado processo de estabilização da economia brasileira. A experiência histórica brasileira, única até então, de se utilizar compulsórios sobre depósitos à vista na ordem de 100% marcou uma lógica de pragmatismo diante da urgência de não se repetir os erros dos Planos Cruzado (1986) e Collor (1990) quanto ao represamento da liquidez durante a execução do processo de combate à inflação. No entanto, a construção de um mercado de títulos públicos, já fora das regras de indexação dos tempos da correção monetária, a partir de meados de 1995, a exemplo do fim da execução diária da zeragem automática de títulos públicos, impulsionou a transição dos portfólios dos ativos bancários para a dependência em relação ao crescimento do estoque da dívida pública interna.

O melhor exemplo dessas mudanças nos portfólios bancários esteve nos fundos de renda fixa, cobertos, sobretudo, com títulos públicos pós-fixados, ou seja, dependentes das “elevações da taxa básica de juros” para a expansão dos rendimentos líquidos, nas respectivas datas de resgate dos mesmos. No caso, a subida da taxa básica de juros desde 1995 até praticamente meados da década de 2000 representou uma estrutura de ampliação dos portfólios de aplicações financeiras, atrelados às exacerbações das crises de vulnerabilidade externa (1995, 1997, 1998, 1999, 2002 e 2008). Quanto maior fosse o tamanho da crise de

---

<sup>138</sup> Ver (GIAMBIAGI, 2004).

balanço de pagamentos da economia brasileira, maior era a necessidade de elevação da taxa básica de juros para a atração de capitais para a cobertura dos déficits em conta corrente, maior era o crescimento do estoque da dívida pública interna e, por fim, maior era o estancamento da poupança pública, dadas as despesas crescentes com juros reais e o crescente déficit nominal consolidado das necessidades de financiamento do setor público. Dessas crises cambiais, a única exceção quanto à capacidade de resistência da economia brasileira frente aos abalos externos fora a crise internacional de 2008.

A especificidade dessa crise, para o caso brasileiro, se fez pelo diferencial de instrumentos da política econômica em relação às demais crises anteriores, desde a crise mexicana em 1995. Do ponto de vista cambial, o saldo de reservas internacionais, em 2008, superior a casa de US\$ 200 bilhões, impediu a ocorrência dos ataques especulativos contra a moeda nacional, que haviam ocorrido nas crises de 1995, 1997, 1998, 1999 e 2002. Do ponto de vista da garantia da solidez do sistema bancário-financeiro, o saldo de recursos recolhidos pelos “compulsórios”, depositados no Banco Central, era uma espécie de “poupança pública”. Os recursos das reservas bancárias, no Banco Central, oriundos da incidência dos recolhimentos compulsórios sobre diversos agregados monetários, eram vistos como uma forma de “represa”, que a qualquer momento poderia ser empregada para socorros imediatos de liquidez aos bancos e para a concessão de linhas de crédito público emergenciais. Isto, caso houvesse uma sequência abrupta de paralisação das linhas de crédito, de forma semelhante ao que ocorrera nas principais economias.

Esta peculiaridade na identificação do grande saldo de “compulsórios” administrados pelo Banco Central do Brasil, como “virtude” da política monetária brasileira, ao invés de ser classificado como um elemento remanescente da necessidade de contenção da liquidez, dos tempos da inflação, transformou a visão a respeito deste instrumento perante a comunidade internacional. As diferenças internacionais no emprego dos compulsórios como arsenal considerável da política monetária, têm a ver não somente com as distintas trajetórias vivenciadas de programas de estabilização inflacionária e de crises de vulnerabilidade externa, mas refletem as diferenças quanto à concepção do papel da política monetária frente à própria política econômica. A China<sup>139</sup> é o melhor exemplo internacional de atribuição de

---

<sup>139</sup> “A principal finalidade do uso dos recolhimentos compulsórios varia entre países. Países como Colômbia, Peru, Rússia, Indonésia e Índia, por exemplo, têm recorrido ao uso desses recolhimentos como um instrumento auxiliar de política monetária, enquanto que a China o tem utilizado como o principal instrumento (Banco Central do Brasil, 2011). Por outro lado, recentemente o Banco Central da Malásia anunciou que utilizaria esses recolhimentos exclusivamente para a estabilidade financeira, e que a estabilidade de preços seria alcançada por meio da taxa básica de juros (Glocker e Towbin, 2012). No Brasil, o Banco Central tem utilizado os recolhimentos compulsórios para ajustar as condições de liquidez no sistema financeiro. De fato,

poder direto ao instrumento dos compulsórios na gestão da política econômica. O uso dos compulsórios, a começar pela própria redução de seu recolhimento, foi uma das primeiras medidas adotadas pelo governo brasileiro para o enfrentamento da crise internacional de liquidez. As desonerações tributárias<sup>140</sup>, ao lado das reduções das alíquotas dos compulsórios, desde 2008, vêm se sagrando como umas das tentativas de estímulo à retomada do crescimento econômico. Observa-se, em função da experiência histórica que há compatibilidade entre a aplicação dos instrumentos normativos da teoria da realocação da poupança interna e a realidade da economia brasileira. Os aspectos da consideração dos compulsórios como possível “instrumento de poupança pública” pelo governo brasileiro, durante a crise de 2008-2009, mais as desonerações tributárias adotadas como instrumentos de incentivo ao consumo, ao investimento e à produção, são dois exemplos empíricos para a aceitação da estrutura de funcionamento da teoria da realocação da poupança interna para o caso brasileiro.

A principal constatação, por meio da análise comparativa entre o regime de compulsórios de 100% sobre os depósitos à vista, aplicado na economia brasileira em 1994, e o regime de depósitos compulsórios, externo à base monetária, Reservas Extra-Bancárias, estruturado pela teoria da realocação da poupança interna, está na diferença de que as Reservas Extra-Bancárias são uma forma de *fundo rotativo* (CHICK, 1993), responsável pelo estoque dos recursos criados pelo mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda. As Reservas Extra-Bancárias diferem da lógica empregada em 1994, de apenas exigir os depósitos de recolhimento compulsório da moeda emitida pela zeragem automática de títulos

---

logo após a crise financeira de 2007/2009, além de uma liberação horizontal, o Banco Central também permitiu reduções dos recolhimentos compulsórios de grandes bancos caso fornecessem liquidez para bancos pequenos e médios (Takeda e Dawid, 2009). Em 2010, essas ações foram revertidas, como parte da estratégia de conter o crescimento do crédito em segmentos específicos (Dawid e Takeda, 2011)” (ALENCAR, et. al., 2012, p.4).

<sup>140</sup> Há exemplos pontuais de medidas de desonerações tributárias na questão do enfrentamento dos efeitos da crise internacional, iniciada em 2007, vide relatório do Tesouro Nacional, de 2011: “O governo reduziu o IOF incidente sobre o crédito para pessoa física de 3% a.a para 2,5% a a. e zerou a alíquota sobre investimento de não residentes em ações na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa). O imposto sobre aplicações estrangeiras em renda variável era de 2%. O governo também eliminou o IOF, que era de 6% a.a., para aplicação de não residentes em debêntures com as características definidas na Lei 12.431/11. No segmento de eletrodomésticos da linha branca, o governo reduziu o Imposto sobre Produto Industrializado (IPI), a exemplo do imposto para o fogão, que passou de 4% para zero. Para apoiar o setor da construção, o governo equiparou a alíquota de 1% para todo empreendimento enquadrado no Regimento Especial de Tributação da Construção Civil (RET), voltado para habitações de interesse social, bem como ampliou a escala para essas habitações de R\$ 75 mil para R\$ 85 mil. Por fim, o governo também prorrogou a desoneração da farinha de trigo e do pão francês (permaneceram com alíquota zero até de 31 de dezembro 2012) e o PIS/Cofins para massas teve a alíquota reduzida de 9,25% para zero até 30 de junho de 2012” (BRASIL. SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL, 2011a).

públicos, pelos compulsórios de 100%, porque esses representavam um crescimento contínuo das reservas bancárias, da base monetária e da dívida pública interna.

O crescimento da base monetária, por regra de escrituração da dívida pública, fora computado no cálculo da dívida pública interna, a despeito de ter ocorrido amortizações do estoque da dívida interna do governo federal e do Banco Central do Brasil, entre agosto de 1994 e junho de 1995. No caso das Reservas Extra-Bancárias não há crescimento da dívida pública interna pelo fato destas serem escrituradas como externas à base monetária e pela razão principal de que a estrutura “circular”, “rotativa”, estabelece que a mesma moeda que fora destruída anteriormente pelo recolhimento compulsório de valores equivalentes à criação dos depósitos à vista pelo Banco Central, nos bancos comerciais, seja reutilizada para a realização de novos depósitos à vista para gastos públicos e investimentos públicos, dispensando a estrutura de emissão de moeda, de forma contínua, como ocorrera entre 1994 e 1995 (até o fim da zeragem automática de títulos públicos, de forma diária). Ao mesmo tempo se permite a amortização da dívida pública interna pela recompra de títulos públicos, pela mesma estrutura empregada na determinação dos gastos públicos e dos investimentos públicos, com a peculiaridade da constante reutilização dos recursos depositados nas Reservas Extra-Bancárias (somente ocorrendo emissão de moeda no início do processo e em situações de expansão de destinação de recursos), no lugar da constante emissão de moeda, como nos moldes da zeragem automática de títulos públicos.

### **4.3 Lei de Responsabilidade Fiscal e Sistema de Pagamentos Brasileiro**

As principais adequações jurídicas da teoria da realocação da poupança interna para a sua aplicação à economia brasileira dizem respeito à Lei de Responsabilidade Fiscal, no âmbito da política fiscal, e ao Sistema de Pagamentos Brasileiro, no âmbito da política monetária. O princípio da criação e destruição automáticas de moeda da teoria da realocação da poupança interna se adéqua perfeitamente ao princípio da Lei de Responsabilidade Fiscal, que estabelece que para toda criação de despesa, é exigida a comprovação da origem da respectiva receita. A Lei de Responsabilidade Fiscal corresponde à Lei Complementar nº 101, de 04 de maio de 2000. O artigo 16 exprime com exatidão a exigência da comprovação da origem da receita para a correspondente criação de despesa.

[...] Art. 16. A criação, expansão ou aperfeiçoamento de ação governamental que acarrete aumento da despesa será acompanhado de: I - estimativa do impacto orçamentário-financeiro no exercício em que deva entrar em vigor e nos dois

subsequentes; II - declaração do ordenador da despesa de que o aumento tem adequação orçamentária e financeira com a lei orçamentária anual e compatibilidade com o plano plurianual e com a lei de diretrizes orçamentárias. § 1º Para os fins desta Lei Complementar, considera-se: I - adequada com a lei orçamentária anual, a despesa objeto de dotação específica e suficiente, ou que esteja abrangida por crédito genérico, de forma que somadas todas as despesas da mesma espécie, realizadas e a realizar, previstas no programa de trabalho, não sejam ultrapassados os limites estabelecidos para o exercício; II - compatível com o plano plurianual e a lei de diretrizes orçamentárias, a despesa que se conforme com as diretrizes, objetivos, prioridades e metas previstos nesses instrumentos e não infrinja qualquer de suas disposições. § 2º A estimativa de que trata o inciso I do *caput* será acompanhada das premissas e metodologias de cálculo utilizadas. § 3º Ressalva-se do disposto neste artigo a despesa considerada irrelevante, nos termos em que dispuser a lei de diretrizes orçamentárias (BRASIL. PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA, 2000, p.6).

A criação e destruição automáticas de moeda, regidas pela instituição das Reservas Extra-Bancárias, cumprem os termos estabelecidos pelo artigo 16 da Lei de Responsabilidade Fiscal, no momento em que a lógica empregada não apenas estabelece o princípio da não- variação da oferta de moeda em relação à criação de gastos públicos e de investimentos públicos, mas determina que as Reservas Extra-Bancárias sejam as fontes de geração de recursos para novos depósitos à vista de gastos públicos e de investimentos públicos, e que a emissão de moeda seja apenas o recurso inicial de criação de todas as despesas, atrelada à destruição automática de moeda, de valores equivalentes aos valores gerados pelos gastos públicos e pelos investimentos públicos. A regra da destruição automática é a regra do estabelecimento do equilíbrio fiscal permanente, tanto para a emissão inicial de moeda e para as posteriores emissões (quando for decidida a expansão dos gastos públicos e dos investimentos públicos), como para a reutilização de recursos depositados nas Reservas Extra-Bancárias, para a criação de novos depósitos à vista pelo Banco Central. Em todos os casos se aplica sempre a regra do equilíbrio fiscal permanente, mediante a estrutura de criação e destruição automáticas de moeda.

A evolução jurídica das competências do Banco Central do Brasil se iniciou com a Lei 4.595 de 1964 (Lei da Reforma do Sistema Financeiro Nacional), a qual estabeleceu que o CMN (Conselho Monetário Nacional) passara a ser o órgão formulador da política de moeda e de crédito, sendo o Banco Central do Brasil o órgão eleito como principal executor da política traçada pelo Conselho Monetário Nacional, cabendo-lhe as funções de autorização e fiscalização das instituições financeiras, de emissão de moeda e de execução dos serviços do meio circulante. Pela Lei 6.024 de 1974 e pelo Decreto-Lei 2.321 de 1987, foi atribuído ao Banco Central do Brasil o poder de estabelecer regimes de intervenção, ou de administração especial, para as instituições financeiras no sentido de promover liquidações extrajudiciais.

Na esfera da política monetária, a regulamentação das Reservas Extra-Bancárias, da teoria da realocação da poupança interna, junto às normas do Banco Central do Brasil se enquadra na inserção destas no Sistema de Transferências de Reservas, estruturado pela reforma do Sistema de Pagamentos Brasileiro, em 22 de abril de 2002<sup>141</sup>. A Lei 10.214 de 2001, marco legal da reforma do sistema de pagamentos brasileiro, determinou como competências do Banco Central do Brasil, nos sistemas de compensação e liquidação, as seguintes funções: (i) compete ao Banco Central do Brasil definir quais sistemas de liquidação são considerados sistemicamente importantes; (ii) é admitida a compensação multilateral de obrigações no âmbito de um sistema de compensação e de liquidação; (iii) nos sistemas de compensação multilateral considerados sistemicamente importantes, as respectivas entidades operadoras devem atuar como contraparte central e adotar mecanismos e salvaguardas que lhes possibilitem assegurar a liquidação das operações cursadas; (iv) os bens oferecidos em garantia no âmbito dos sistemas de compensação e de liquidação são impenhoráveis; e (v) os regimes de insolvência civil, concordata, falência ou liquidação extrajudicial, a que seja submetido qualquer participante, não afetam o adimplemento de suas obrigações no âmbito de um sistema de compensação e de liquidação, as quais serão ultimadas e liquidadas na forma do regulamento desse sistema (BRASIL.BACEN, 2009).

[...] Os princípios básicos de funcionamento do sistema de pagamentos brasileiro foram estabelecidos por intermédio da Resolução 2.882, do Conselho Monetário Nacional, e seguem recomendações feitas, isoladas ou conjuntamente, pelo BIS - Bank for International Settlements e pela IOSCO - International Organization of Securities Commissions, nos relatórios denominados "Core Principles for Systemically Important Payment Systems" e "Recommendations for Securities Settlement Systems". A mencionada resolução dá competência ao Banco Central do Brasil para regulamentar, autorizar o funcionamento e supervisionar os sistemas de compensação e de liquidação, atividades que, no caso de sistemas de liquidação de operações com valores mobiliários, exceto títulos públicos e títulos privados emitidos por bancos, são compartilhadas com a Comissão de Valores Mobiliários – CVM (BRASIL. BACEN, 2009, p.2).

O Sistema de Transferência de Reservas<sup>142</sup> introduzido pela reforma do Sistema de Pagamentos Brasileiro, de 2002, é a instância do Banco Central do Brasil aonde se aplica o

---

<sup>141</sup> “A reforma de 2002, entretanto, foi além da implantação do STR e da alteração do modus operandi do Selic. Para redução do risco sistêmico, que era o objetivo maior da reforma, foram igualmente importantes algumas alterações legais. Nesse sentido, a Lei 10.214, de março de 2001 (Lei resultante da conversão da Medida Provisória 2.115-16 (inicialmente Medida Provisória 2.008, de 14.12.99), reconheceu a compensação multilateral nos sistemas de compensação e de liquidação e estabeleceu que, em todo sistema de compensação multilateral considerado sistemicamente importante, a correspondente entidade operadora deve atuar como contraparte central e assegurar a liquidação de todas as operações cursadas” (BRASIL. BACEN, 2009, p.1).

<sup>142</sup> “Até meados dos anos 90, as mudanças no Sistema de Pagamentos Brasileiro – SPB foram motivadas pela necessidade de se lidar com altas taxas de inflação e, por isso, o progresso tecnológico então alcançado visou

princípio da institucionalização das Reservas Extra-Bancárias. A base dessa reforma foi justamente transformar os sistemas de liquidação e de compensação em sistemas “adaptados” às transformações tecnológicas, que possibilitam, hoje, a realização das transferências de valores entre bancos, em tempo real. Toda a questão da operacionalização da “criação e destruição automáticas de moeda” é comprovada pelas regras de funcionamento do Sistema de Transferência de Reservas, como perfeitamente aplicável à estrutura de funcionamento do Banco Central do Brasil. Da mesma forma com que são processadas as transferências interbancárias entre o Banco Central e os bancos comerciais, seja no recolhimento de depósitos compulsórios para as reservas bancárias, seja para operações com títulos públicos, o Banco Central do Brasil tem a possibilidade de instituir a conta de Reservas Extra-Bancárias, de movimentação exclusiva do Tesouro Nacional, estabelecendo o mecanismo de “criação e destruição automáticas de moeda” na mesma modalidade, já em vigor, de “liquidação de obrigações em tempo real”.

[...] Para operacionalização de algumas de suas atribuições, o Banco Central do Brasil oferece contas denominadas “reservas bancárias”, cuja titularidade é obrigatória para as instituições, que recebem depósitos à vista, exceto cooperativas de crédito, e opcional para os bancos de investimento, bancos de câmbio e bancos múltiplos sem carteira comercial. Por intermédio dessas contas, as instituições financeiras cumprem os recolhimentos compulsórios/encaixes obrigatórios sobre recursos à vista, sendo que elas funcionam também como contas de liquidação. Cada instituição é titular de uma única conta, centralizada, identificada por um código numérico. No Brasil, por disposição legal, uma instituição bancária não pode manter conta em outra instituição bancária. Por isso, exceto aqueles efetuados em espécie e os que se completam no

---

principalmente o aumento da velocidade de processamento das transações financeiras. Na reforma conduzida pelo Banco Central do Brasil em 2001 e 2002, o foco foi redirecionado para a administração de riscos. Nessa linha, a entrada em funcionamento do Sistema de Transferência de Reservas - STR, em 22 de abril daquele ano, marca o início de uma nova fase do SPB. Com esse sistema, operado pelo Banco Central do Brasil, o País ingressou no grupo de países em que transferências de fundos interbancárias podem ser liquidadas em tempo real, em caráter irrevogável e incondicional. Esse fato, por si só, possibilita redução dos riscos de liquidação nas operações interbancárias, com conseqüente redução também do risco sistêmico, isto é, o risco de que a quebra de um banco provoque a quebra em cadeia de outros bancos, no chamado ‘efeito dominó’. Os riscos de liquidação compreendem os riscos de crédito e de liquidez, isto é, respectivamente, o risco de perda definitiva do valor total ou parcial de uma operação e o risco de a liquidação de uma operação somente ocorrer em data posterior à combinada. Outra alteração importante ocorreu no regime de operação das contas de reservas bancárias. A partir de 24 de junho de 2002, depois de observada uma regra de transição, qualquer transferência de fundos entre contas da espécie passou a ser condicionada à existência de saldo suficiente de recursos na conta do participante emitente da correspondente ordem. Com isso houve significativa redução no risco de crédito incorrido pelo Banco Central do Brasil. A liquidação em tempo real, operação por operação, a partir de 22 de abril de 2002, passou a ser utilizada também nas operações com títulos públicos federais, cursadas no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia – Selic, o que se tornou possível com a interconexão entre esse sistema e o STR. A liquidação dessas operações agora observa o chamado modelo 1 de entrega contra pagamento. A liquidação final da ponta financeira e da ponta do título ocorre ao longo do dia, de forma simultânea, operação por operação. Para mais informações sobre modelos de entrega contra pagamento, ver ‘Delivery Versus Payment in Securities Settlement Systems’, BIS, setembro de 1992” (BRASIL. BACEN, 2009, p.1).

ambiente de um único banco, isto é, quando o pagador e o recebedor são clientes do mesmo banco, todos os pagamentos têm liquidação final nas contas de reservas bancárias. Por determinação constitucional, o Banco Central do Brasil é o único depositário das disponibilidades do Tesouro Nacional. Também as entidades operadoras de sistemas de liquidação defasada, se considerados sistemicamente importantes, são obrigadas a manter conta no Banco Central do Brasil, para liquidação dos resultados líquidos por elas apurados. Para assegurar o suave funcionamento do sistema de pagamentos no ambiente de liquidação de obrigações em tempo real, o Banco Central do Brasil concede crédito intradia aos participantes do STR (Sistema de Transferência de Reservas) titulares de conta de reservas bancárias, na forma de operações compromissadas com títulos públicos federais, sem custos financeiros (BRASIL. BACEN, 2009, p. 4-5).

O mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda atende, de fato, aos requisitos da legislação brasileira na esfera da política fiscal e na esfera da política monetária. O artigo 16 da Lei Complementar nº 101, de 04 de maio de 2000 é cumprido por haver a comprovação da geração de receita, de forma automática, para toda despesa criada. A Lei 10.214 de 2001 é cumprida, por se inserir as Reservas Extra-Bancárias no Sistema de Transferência de Reservas, do Banco Central do Brasil. Com isto, sacramenta-se a estrutura de equilíbrio fiscal permanente, pela política fiscal, e de não-variação da oferta de moeda, pela política monetária, para a criação de gastos públicos e de investimentos públicos através do regime de criação e destruição automáticas de moeda.

#### **4.4 Produto Potencial, Dívida Pública e Reservas Internacionais: definição dos limites para a execução dos gastos públicos e dos investimentos públicos pela moeda autônoma do Estado**

O produto potencial e o balanço de pagamentos são os limites, pela teoria da realocação da poupança interna, para a expansão dos gastos públicos e dos investimentos públicos em substituição à capacidade de arrecadação tributária do Estado, sob os moldes convencionais de finanças públicas. A definição do produto potencial como medida para a expansão das finanças públicas é uma medida de transmissão de expectativas para todos os agentes da economia, no sentido de evidenciar que os recursos públicos advindos da moeda autônoma do Estado estão diretamente atrelados, ao lado real da economia. A acumulação de reservas internacionais, por outro lado, contribui para a redução do grau de vulnerabilidade externa de um país por ser um sinalizador para os investimentos estrangeiros quanto ao aporte real de recursos externos líquidos disponíveis. Um estoque considerável de reservas internacionais possibilita em conjunto a outros fatores, a relativa estabilidade da taxa de câmbio, por capacitar o Banco Central quando da necessidade de intervenção no mercado em

função da ocorrência de pressões do mercado (para alta e para baixa) sobre a taxa de câmbio. O lado externo tem relevância como parâmetro para a expansão das finanças públicas pela moeda autônoma do Estado pelo fato de haver a necessidade de planejamento da expansão da demanda agregada, comandada pelo Estado, para que a mesma não incorra na geração de déficits em conta corrente do balanço de pagamentos.

A coleta de dados de variáveis como emprego da força de trabalho, taxa de utilização do capital e produtividade total dos fatores, como é feito pelo cálculo do filtro HP (Hodrick e Prescott), a despeito de quaisquer discussões de ordem metodológica, nos moldes atuais de medição do produto potencial pelo Banco Central do Brasil (BARBOSA FILHO, 2009), não sofre alterações com a adoção das regras de finanças públicas da teoria da realocação da poupança interna. Independente de haver controvérsias metodológicas (neoclássica versus keynesiana) a respeito do cálculo do produto potencial, a decisão do emprego de uma fórmula de cálculo pela Autoridade Monetária tem a ver com o processo de evolução do modelo de estabilização utilizado por cada país. No caso brasileiro, com o regime de metas de inflação, em vigor desde 1999<sup>143</sup>, mesmo com a referência de “rendimentos constantes de escala”, a partir de uma função do tipo Cobb-Douglas, o papel da disseminação dos ganhos de produtividade sobre o desempenho geral da economia continua sendo a principal contribuição, em termos de efeitos reais, das finanças públicas conduzidas pela moeda autônoma do Estado.

[...] No debate mais contemporâneo, na análise novo-keynesiana, o conceito de taxa natural de desemprego que equilibra oferta e demanda por trabalho dá lugar ao conceito de NAIRU<sup>144</sup>, sendo este definido como a taxa de desemprego que não acelera a inflação. Nota-se, portanto, que é um conceito baseado na empiria, e a NAIRU pode diferir da taxa natural de desemprego se houver imperfeições do mercado de trabalho. Para encontrar a NAIRU, portanto, é necessário calcular qual é a taxa de desemprego que não gera pressões inflacionárias (o mesmo valendo para a NAICU<sup>145</sup>, ou seja, o nível de utilização da capacidade que não gera pressões

<sup>143</sup> “Com a adoção do sistema de metas de inflação, em 1999, as estimativas de produto potencial ganharam renovada atenção. O modelo do ‘Novo-Consenso’ em Política Econômica (Blinder, 1997), de inspiração *novo-keynesiana*, que é utilizado por bancos centrais em quase todo mundo estabelece que as variações da inflação decorrem de divergências entre o PIB efetivo e potencial. Isto é, para que a meta de inflação seja atingida a economia deve operar no seu nível potencial de atividade – onde o hiato do produto é nulo. O hiato do produto, neste modelo, é o principal guia da política econômica: uma economia com hiato positivo precisa de uma política monetária restritiva e com hiato negativo o oposto. Os choques de oferta, sejam eles positivos ou negativos, não afetam o núcleo da inflação, pois no longo prazo possuem média zero por hipótese – isto é, supõe-se que choques positivos e negativos acontecem com a mesma frequência e, portanto, anulam-se, fazendo com que o excesso de demanda agregada seja sempre a causa da inflação” (SUMMA; LUCAS, 2010, p.1).

<sup>144</sup> Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment, taxa de desemprego que não acelera a inflação.

<sup>145</sup> Non-Accelerating Inflation Rate of Capacity Utilization, taxa de utilização da capacidade que não acelera a inflação.

inflacionárias). Com isso, o produto potencial não reflete apenas o estoque total dos fatores e sua eficiência, mas sim estes multiplicados pelas taxas de desemprego e de utilização de capacidade que não geram inflação. O produto potencial passa a ser, portanto, o nível de produto que não acelera a inflação (SUMMA; LUCAS, 2010, p.4).

O fato em questão se traduz num consenso entre todas as correntes econômicas de que o crescimento do investimento agregado induz ao crescimento da produtividade, a despeito da medição dos impactos da produtividade ser feita por rendimentos crescentes, constantes ou decrescentes de escala.

[...] O Banco Central do Brasil, à semelhança do que ocorre na maioria das economias importantes, utiliza diversos métodos para mensurar o hiato do produto: (i) extração de tendência linear; (ii) filtro Hodrick-Prescott (HP); (iii) função de produção; e (iv) filtro de Kalman. Os métodos (i) e (ii) são univariados, ao passo que (iii) e (iv), multivariados. Tendências similares de variações dos hiatos obtidos pelos diferentes métodos conferem ao Banco Central suporte na sua tomada de decisão. Por outro lado, as discrepâncias observadas nos níveis dos hiatos ressaltam as dificuldades relacionadas ao processo de estimação, confirmando a importância do acompanhamento de indicadores elaborados por diferentes metodologias, da estreita vigilância na consistência das séries, do aprimoramento constante das metodologias utilizadas e da consideração de uma ampla gama de informações na elaboração do diagnóstico sobre o estado da economia (BRASIL. BACEN, 2010).

Ao mesmo tempo, há o consenso de que se ocorrer uma ampla desoneração tributária sobre o consumo, o investimento e a produção, haverá uma melhora significativa tanto para a oferta agregada quanto para a demanda agregada, por mais que muitas correntes atribuam um papel pouco relevante para a demanda agregada. A teoria da realocação da poupança interna está justamente neste ponto: expansão considerável do investimento agregado conjugada a uma ampla desoneração tributária sobre o consumo, sobre o investimento e sobre a produção, com a prerrogativa de não haver expansões da oferta de moeda em relação à expansão da demanda agregada conduzida pela moeda autônoma do Estado e em relação a todas as esferas de desonerações tributárias. O modelo de produto potencial a ser calculado, tendo em conta a amplitude metodológica conforme as vertentes teóricas que o empregam, irá captar a melhora dos níveis de produtividade em termos agregados. Este é o ponto essencial do balizamento da expansão da moeda autônoma do Estado pela regra de produto potencial: um referencial que capta as condições do lado real da economia, servindo de limite para a condução da demanda efetiva pela moeda autônoma do Estado, mas que sofre um processo de auto-alimentação, no momento em que o lado da oferta agregada se beneficia de forma concomitante à expansão da demanda agregada, pela geração e pela disseminação dos ganhos de produtividade.

[...] estimativas do produto potencial derivadas do filtro HP (Hodrick e Prescott) também são geralmente criticadas por ignorarem os aspectos teóricos implícitos no conceito do produto potencial. De um lado, o filtro HP (Hodrick e Prescott) produz uma tendência não-linear para qualquer série temporal, seja ele proveniente da economia ou de outras áreas do conhecimento. Do outro lado, segundo a visão atualmente predominante na teoria econômica, o produto potencial deve refletir a capacidade de produção de um país, sendo esta capacidade representada por uma função de produção agregada. Uma solução óbvia para o caráter ateórico do filtro HP (Hodrick e Prescott) é combiná-lo com o conceito de função de produção, e modo a obter uma estimativa de produto potencial que atenda tanto à suavização imposta pelo filtro HP (Hodrick e Prescott) quanto às restrições teóricas impostas pela tecnologia da produção. Formalmente nada impede que o filtro HP (Hodrick e Prescott) seja aplicado simultaneamente a mais de uma série, bem como que seus resultados sejam condicionados a uma ou mais restrições matemáticas. O chamado filtro HPFP (Hodrick e Prescott para a função de produção) utilizado pelo Banco Central do Brasil consiste exatamente em filtrar simultaneamente três séries temporais: a taxa de emprego da força de trabalho, a taxa de utilização do capital e o produto efetivo da economia, sujeito à restrição de que o resultado de tal exercício atenda à função de produção especificada pelo analista. Com base na metodologia adotada pelo Banco Central do Brasil, considere uma função de produção Cobb-Douglas com retornos constantes de escala, expressando todas as variáveis em logaritmos, temos que:

$$y_t = a_t + \alpha_t(e_t + n_t) + (1 - \alpha_t)(u_t + k_t) \quad (1)$$

Onde  $y_t$  é o produto,  $\alpha_t$  a produtividade total dos fatores (PTF),  $e_t$  a taxa de emprego da força de trabalho,  $n_t$  a força de trabalho,  $u_t$  a taxa de utilização do capital, e  $k_t$  o estoque de capital. O próximo passo é definir o produto potencial como o nível de produto verificado quando as taxas de emprego e de utilização estão em seus níveis de naturais ou de longo prazo, isto é:

$$y_t^* = a + \alpha_t(e_t^* + n_t) + (1 - \alpha_t)(u_t^* + k_t) \quad (2)$$

Onde naturalmente  $y_t^*$  é o nível de produto potencial,  $e_t^*$  a taxa natural de emprego, e  $u_t^*$  a taxa natural de utilização do capital. Antes de prosseguir cabe destacar que segundo a definição acima, a PTF (produtividade total dos fatores) entra integralmente no cálculo do produto potencial e, portanto, é possível calcular o hiato do produto somente pelos desvios das taxas de emprego e de utilização em relação a seus valores naturais. Uma abordagem alternativa seria filtrar também a série de PTF (produtividade total dos fatores), de modo que somente seu componente de longo prazo entrasse no cálculo do produto potencial. Formalmente, com base em (1) e (2), o hiato do produto é dado por:

$$y_t - y_t^* = \alpha_t(e_t - e_t^*) + (1 - \alpha_t)(u_t - u_t^*) \quad (3).$$

Ou seja, o hiato do produto é simplesmente uma média ponderada dos desvios das taxas de emprego e de utilização em relação aos seus níveis naturais. Uma vez definidas as variáveis e a forma funcional da função de produção, a questão relevante é obviamente: como estimar as taxas naturais de emprego e de utilização do capital? Como mencionado anteriormente, estas taxas naturais de emprego deveriam ser aquelas consistentes com a estabilidade da inflação na ausência de choques de oferta. No entanto, devido à dificuldade de separar choques de oferta e de demanda, o atalho metodológico usual em macroeconomia aplicada é definir as taxas naturais como as taxas de longo prazo, sendo estas últimas obtidas mediante a aplicação de filtros estatísticos sobre as variáveis observadas. Antes de prosseguir, cabe destacar que a justificativa teórica para definir “longo prazo” = “potencial” pode ser tanto neoclássica quanto keynesiana. De um lado, segundo a Lei de Say, a demanda agregada se ajusta à oferta agregada no longo prazo, uma vez que agentes racionais que maximizam o seu consumo não deixam recursos produtivos ociosos por um tempo indefinido. Do outro lado, segundo o princípio da demanda efetiva de Keynes, é a oferta que se ajusta à demanda esperada, que por sua vez segue a demanda efetiva da economia, uma vez que em uma economia de mercado agentes racionais não fabricam um produto que não esperam vender. Independentemente da visão teórica do

analista, nos dois casos a demanda e a oferta agregadas convergem no longo prazo (BARBOSA FILHO, 2009, p.43-45).

Na questão da dívida pública, propõe-se a centralização de toda a dívida pública interna pelo governo federal. O governo federal, ao absorver, de forma integral, as dívidas dos estados e municípios, institui uma contabilização única, sob a qual se emprega um regime consolidado, gerenciado pelo mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda, em que o processo de pagamento dos títulos públicos, em suas datas de vencimento, é efetuado sem custos para o Tesouro Nacional, substituindo a lógica em vigor, na economia brasileira, dos superávits primários. O Estado, através deste mecanismo, deixa de incorrer em custos fiscais<sup>146</sup>.

No caso federal, a dívida interna vem sendo administrada da seguinte forma: rolagem do principal e de uma parcela dos juros, pagos através dos superávits primários. Por conseguinte, o estoque da dívida mobiliária continua, em 2013, em patamares elevados em proporção do PIB, resultando em sérias restrições para a mobilização de recursos federais para a efetivação, como prioridade, de investimentos públicos, a despeito de todo o contingenciamento fiscal realizado desde o início do Plano Real, em 1994. As despesas com juros reais vêm determinando uma absorção continuada dos recursos crescentes da carga tributária para os serviços de rolagem da dívida pública interna, contrariando a lógica de que a dívida pública seja formada em função de “descontroles de gastos públicos” sob a égide de uma política fiscal expansionista.

A dívida interna, sob a forma centralizada, obedecerá à nova estrutura: rolagem (emissão de novos títulos) de 99% do principal mais pagamento de 1% do principal e do total de juros, através dos recursos gerados pela via da criação e destruição automáticas de moeda. Este processo será utilizado no vencimento de todos os lotes de títulos públicos. Assim, a trajetória da dívida tornar-se-á decrescente, pois cada novo principal corresponderá a 99% do principal anterior. Do mesmo modo, o montante de 1% do principal mais os juros, seguirá a mesma trajetória, logo, o montante de recursos provenientes da criação e destruição automáticas de moeda, utilizado como meio de amortização do estoque da dívida pública interna, também será reduzido de forma gradativa.

---

<sup>146</sup> União, estados e municípios passam a ser desonerados dos custos relativos ao processo de pagamento das respectivas dívidas públicas, passando a ser todo o processo regido agora pelo mecanismo de substituição de fluxos monetários, isto é, pela vigência das Reservas Extra-Bancárias.

### Figura 5 - Função de Amortização da Dívida Pública Interna

$$M = 0,99^n P (1 + i) \qquad n \geq 1$$

**M** → montante total (estoque da dívida pública interna)

**P** → principal (valor do estoque dos títulos públicos, descontados os juros)

**i** → taxa de juros (expressa na forma centesimal)

**n** → número de períodos de vencimento dos títulos (rodadas de emissões de títulos públicos)

Fonte: elaboração do autor (2013).

Esta fórmula descreve uma função decrescente para o estoque da dívida pública interna, em que a cada nova rodada de lançamento de novos títulos públicos será amortizado, pelo menos, 1% do principal da dívida pública interna, a despeito do valor da taxa de juros. Todos os recursos de amortização e de pagamento das despesas com juros serão originados do mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda. Em função deste processo, o aporte de recursos autônomos provenientes das operações de criação e destruição automáticas de moeda será expandido quando houver elevações da taxa básica de juros para dar continuidade à trajetória decrescente do estoque da dívida pública interna. Da mesma maneira, far-se-á a redução deste mesmo aporte de recursos autônomos quando ocorrer reduções da taxa básica de juros. O principal, que corresponde ao montante de títulos públicos ofertados no mercado, apresentará uma trajetória decrescente em função da redução da necessidade do Estado em captar recursos no mercado para o processo de rolagem da dívida pública interna. A disponibilização de recursos autônomos pela via das operações de criação e destruição automáticas de moeda elimina a necessidade de formação de “superávits primários” por não ser mais a carga tributária o principal instrumento de formação das finanças públicas.

Os recursos que seriam formados pelo canal do “superávit primário” acrescidos da captação de um valor crescente de lançamentos de títulos públicos, na situação do déficit nominal (operacional) ser superior ao valor arrecadado com o superávit primário, passam a

ser integralmente originados da mobilização de recursos autônomos através das operações de criação e destruição automáticas de moeda (emprego das Reservas Extra-Bancárias). Com isto, o principal, que é o valor dos títulos públicos captados no mercado financeiro, decresce na medida em que são efetuadas as rodadas de amortização da dívida pública interna, através do pagamento das parcelas de juros e da amortização de pelo menos 1% do principal da dívida. Isto posto, reduz-se a necessidade de captação de novos recursos e garante-se a total liquidez e garantia de pagamento para os títulos públicos, pois os mesmos deixam de estar vinculados à projeções de sustentabilidade da dívida pública em função da formação de superávits primários para estarem vinculados aos recursos autônomos das operações de criação e destruição automáticas de moeda, dentro da regra de equilíbrio fiscal permanente. A amortização progressiva do estoque da dívida pública interna determinará a prerrogativa de que o Estado passará a necessitar cada vez menos de captar recursos pela emissão de novos títulos públicos, o que vem a ampliar a solidez dos próprios títulos públicos conforme qualquer regra de classificação de riscos do mercado financeiro.

O estoque de riqueza dos agentes privados permanecerá inalterado, do mesmo modo que a oferta de moeda. Apenas as composições internas são alteradas: elevação da parcela de moeda no mesmo montante de redução da parcela de títulos. Com o fato de que a moeda empregada, neste processo de amortização da dívida pública interna, é imediatamente enxugada de circulação, por ser regida pela estrutura de criação e destruição automáticas de moeda. Faz-se necessário esclarecer que a composição de moeda que se sobrepôs à redução da participação dos títulos públicos, no primeiro momento sob a forma de depósitos à vista (moeda escritural) vem a integrar o processo de migração de ativos para ativos respaldados em bases produtivas, ao longo do processo de realocação da poupança interna, pois a redução do estoque da dívida pública interna se apresenta como um instrumento de reestruturação da formação da poupança pública (com a substituição da formação de superávits primários em favor da regra de equilíbrio fiscal permanente, ajustada aos níveis do produto potencial e do balanço de pagamentos) e da poupança privada (com o direcionamento para aplicações em ativos sob bases produtivas).

(estoque de riqueza<sup>147</sup> dos agentes privados\* = moeda↑ + títulos↓)

---

<sup>147</sup> Demais ativos entram no processo de realocação da poupança interna, na redução do peso da dívida pública em favor da ampliação de ativos vinculados a esfera produtiva da economia.

O referido processo de amortização da dívida pública, numa espécie de “monetização”, sem haver, entretanto, uma expansão na oferta de moeda, com a redução da participação dos títulos públicos na composição dos agregados monetários se traduz num redirecionamento das opções de investimento, para os agentes privados, em favor de investimentos em capital produtivo. Como exemplo concreto para a capacidade de expansão dos investimentos públicos, tem-se a liberação dos superávits primários empregados para garantir a necessidade de sustentabilidade da razão Dívida/PIB. No momento em que o governo federal deixa de estar obrigado a reservar recursos gerados pela tributação, de forma antecipada, para os serviços de rolagem da dívida pública interna, por já haver o cumprimento do artigo 16 da Lei Complementar nº 101 de 2000 (Lei de Responsabilidade Fiscal), a qual exige que para a geração de toda despesa pública há a necessidade da comprovação da existência da respectiva receita, em função da institucionalização do mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda (Reservas Extra-Bancárias), o montante de recursos que seria tributado e imobilizado sob a forma de superávits primários passa a representar um montante de “expansão exógena<sup>148</sup> da poupança privada”, por força das desonerações tributárias. Para a poupança pública, sob a forma exógena, entra em vigor o regime estabelecido sob a égide das Reservas Extra-Bancárias. Em razão da esfera dos gastos públicos e dos investimentos públicos passar a se vincular à criação e destruição automáticas de moeda, o montante de recursos arrecadado pelo governo federal, proveniente dos impostos remanescentes vem a ser considerado sob a forma de *poupança endógena*.

Efetiva-se, neste primeiro momento, uma expansão da poupança interna (pelo lado da poupança privada) derivado das desonerações tributárias. No segundo momento, e em diante, será dada continuidade a este viés de desobstrução da formação da poupança privada, por conta da redução gradativa da emissão de títulos públicos<sup>149</sup>, em função do processo de amortização da dívida pública interna, por meio do mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda. A poupança endógena do governo federal será expandida pelo crescimento da arrecadação tributária dos impostos remanescentes, sendo, a partir de então, desvinculada de quaisquer compromissos de dotações orçamentárias, por terem sido estas integralmente transferidas para a alçada da criação e destruição automáticas de moeda. Uma

---

<sup>148</sup> Insere-se na fase exógena de realocação da poupança privada, na esfera das desonerações tributárias que acrescem os recursos disponíveis em mãos dos agentes privados.

<sup>149</sup> Os títulos públicos continuam sendo emitidos mesmo sem a existência de déficits porque cumprem o papel de garantir a transição dos portfólios da forma de aplicações financeiras pela dívida pública para aplicações financeiras sob bases produtivas, sem expansões de meios de pagamentos e sem realizar rupturas nos mesmos portfólios.

observação relevante quanto à definição de poupança *endógena* e à própria geração de ganhos de produtividade diz respeito ao processo de amortização da dívida pública interna: a redução de seu estoque permite a liberação (incremento) de mesmo montante da poupança interna, até então drenada pelos agregados monetários vinculados ao respectivo processo de rolagem dos títulos públicos. Quer dizer, a amortização progressiva da dívida pública interna consiste num também processo *endógeno* de geração de poupança. Como exemplo do represamento da poupança pública face à rolagem da dívida interna, tem-se a constatação da absorção pelos juros de parcela expressiva dos ganhos de produtividade gerados na economia brasileira entre 1993 e 2006. Nesse período, cerca de 29% do PIB foi absorvido pelos juros, sendo que o Sistema Financeiro Nacional recebeu 29%, pagou 22%, e se apropriou de 7% do valor agregado total em juros. Uma demonstração clara de que em economias com alto grau de financeirização são apresentadas baixas taxas de formação bruta de capital fixo, e óbvio, de fraca dinâmica de crescimento econômico, como reflexo da preponderância do capital financeiro frente ao capital produtivo (BRUNO, 2008).

A dívida interna deixará de ser um elemento de canalização e de represamento da poupança interna. Pela poupança privada por conta da redução expressiva da carga tributária, dada a substituição, pelo governo federal, da regra de superávits primários pela regra de criação e destruição automáticas de moeda e dada redução gradativa da emissão de novos títulos públicos para a rolagem do estoque da dívida interna. Pela poupança pública por conta não apenas da instituição das Reservas Extra-Bancárias, mas por conta da transformação da arrecadação tributária dos impostos remanescentes em *poupança endógena*, desvinculada de toda forma de atrelamento a quaisquer itens das execuções orçamentárias do governo federal.

[...] Num ano em que a economia pisou no freio, as despesas do governo subiram em ritmo mais forte do que as receitas. Dados divulgados pelo Ministério da Fazenda mostram que os gastos públicos atingiram R\$ 804,7 bilhões em 2012, alta de 11% sobre 2011. Os benefícios assistenciais foram os desembolsos que mais cresceram: 17%, seguidos por gastos de custeio, com alta de 16,3%. Nessa conta entram despesas com a máquina administrativa, Bolsa Família, desonerações tributárias, entre outras. Já as receitas somaram R\$ 880,8 bilhões, alta de 7,7%. Segundo o Tesouro, o primário do governo central em 2012 foi 5,53% menor que o de 2011, de R\$93,5 bilhões (2,26% do PIB). E o segundo pior dos últimos quatro anos, perdendo só para 2009, com superávit de R\$ 39,4 bilhões, ou 1,22% do PIB. Em dezembro, o superávit foi de R\$ 28,3 bilhões. Os investimentos tiveram alta de 13% em 2012. Considerando apenas o PAC, a alta foi de 40,3%. Os gastos com pessoal subiram 3,8% (BRASIL. MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, ORÇAMENTO E GESTÃO, 2013a).

Conforme exposto, a determinação do equilíbrio das contas do governo federal deixará de ser dependente da capacidade de arrecadação tributária, para se tornar uma nova estrutura

vinculada às condições de expansão do produto potencial e do balanço de pagamentos, se estabelecendo sob a forma de equilíbrio fiscal permanente, dada a criação automática de uma unidade de poupança pública em função da criação de uma unidade de investimento público e dada a criação automática de uma unidade de receita pública em função da criação de uma unidade de gasto público. Esta é a estrutura de criação e destruição automáticas de moeda.

O percentual de amortização da dívida pública interna, definido de forma arbitrária em 1% é um patamar mínimo, com o objetivo de promover uma transição gradual e consistente na composição interna das carteiras. De acordo com a redução progressiva do estoque da dívida interna, o percentual de amortização poderá ser ampliado, permitindo uma maior liberação da absorção da poupança interna por títulos públicos. A atual situação de seu estrangulamento se faz pela canalização dos portfólios financeiros para aplicações em títulos públicos (para a poupança privada) e pelas regras de contingenciamento orçamentário<sup>150</sup> (para a poupança pública). As aplicações financeiras passam então, a migrar, gradativamente, de aplicações em papéis da dívida pública<sup>151</sup> para aplicações respaldadas em investimentos produtivos e no crédito imobiliário.

Ainda na questão da dívida pública interna, a compra de divisas pelo Banco Central, seja para pagamentos da dívida externa, seja para a elevação do estoque de reservas internacionais, representa um ônus fiscal. A principal tentativa de atenuação do impacto fiscal em relação à aquisição de divisas se deu pela instituição do Fundo Soberano Nacional<sup>152</sup>, em 17 de setembro de 2010, com a formação de um conselho deliberativo, composto pelos ministros de Estado da Fazenda, do Planejamento, Orçamento e Gestão, e pelo presidente do Banco Central do Brasil. O Conselho define as diretrizes de investimentos do Fundo Soberano do Brasil (FSB) e sua política de aplicação. Corresponde, de fato, a uma primeira tentativa do governo brasileiro em institucionalizar “uma contabilidade separada” para a aquisição de

---

<sup>150</sup> O contingenciamento orçamentário, adotado oficialmente em 1999, produziu uma armadilha perpétua para a economia brasileira, de modo semelhante às regras de adoção do Euro. As regras de superávit primário brasileiro e as regras de Maastricht praticamente, em graus diferentes, impedem a utilização de instrumentos de política fiscal e de política monetária como meios fundamentais de retomada do crescimento econômico. No caso brasileiro, os pagamentos anuais de despesas com juros reais da dívida pública interna representam um enrijecimento do processo de transferência de recursos públicos para o capital financeiro.

<sup>151</sup> “Se existirem alternativas onde o binômio rentabilidade/risco é mais favorável, apesar de ter havido reduções de impostos, o investimento não aumentará de forma significativa. A principal corrente pela demanda empresarial (que oferece rentabilidade atrativa e risco reduzido) é a aquisição de títulos da dívida pública” (SICSÚ, 2008, p.152).

<sup>152</sup> “O art. 3º, inciso XI, do Decreto 113, de 19 de fevereiro de 2010, e a autorização para que o Fundo Soberano do Brasil (FSB) faça aplicações em moeda estrangeira. Não há limite para as operações em moeda estrangeira. As aplicações financeiras do FSB não terão impacto sobre o orçamento, já que se trata de gestão de recursos do Tesouro Nacional, não constituindo despesa pública. Com as deliberações, o Gestor do FSB fica autorizado a adquirir moeda estrangeira para realizar as referidas aplicações” (BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2010).

divisas, sem que a mesma incorra no crescimento da dívida mobiliária federal. A contribuição da teoria da realocação da poupança interna para este questionamento implica de forma direta na substituição da emissão de títulos públicos para a retirada de circulação da moeda emitida com a compra de moeda estrangeira pelo Banco Central, ao mesmo tempo em que esta moeda utilizada se insere no circuito próprio de “criação e destruição automática”, se estabelecendo, inclusive, de forma jurídica, de modo diferente à institucionalização do Fundo Soberano do Brasil.

A formação de superávits primários tem como uma das finalidades o impedimento da monetização dos pagamentos da dívida pública interna, com fins de deter uma tendência de aceleração inflacionária.<sup>153</sup> Com a entrada de capitais, na forma de Investimento Externo Direto (capital produtivo) ou portfólio (capital financeiro), o Banco Central atua emitindo moeda, para converter as divisas em moeda nacional. Como contrapartida, para evitar a expansão da base monetária e dos meios de pagamentos, o Banco Central vende títulos, enxugando a moeda emitida, porém expandindo o estoque da dívida pública interna. Operação assim denominada de “esterilização”, e que é extinta com a introdução do mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda, também identificada como substituição de fluxos monetários, no processo de obtenção de divisas pelo Banco Central. Na gestão da dívida pública, diante da necessidade de manutenção de um estoque de reservas internacionais<sup>154</sup>, existe a noção de custo de oportunidade.

[...] O custo de oportunidade é dado pela diferença entre a taxa de juros obtida pela aplicação das reservas no mercado financeiro internacional e a taxa de retorno que poderia ser obtida mediante a aplicação dos recursos em investimentos alternativos, possivelmente mais rentáveis do ponto de vista social – por exemplo, no aumento do

---

<sup>153</sup> A utilização dos recursos autônomos (criação e destruição automáticas de moeda) é representada neste contexto pela compra de divisas pelo Banco Central, não incidindo em gastos para o Tesouro Nacional e sem expandir a base monetária.

<sup>154</sup> “A manutenção de reservas internacionais também apresenta benefícios. Supõe-se, de fato, que o país esteja sujeito a “paradas súbitas” no influxo de capitais externos, e, portanto, a crises de default sobre suas obrigações externas, que devem resultar em perda de produto e bem-estar; nesse cenário, as reservas internacionais podem proporcionar dois benefícios básicos para o país: a) maior capacidade de prevenção das crises de default – pois, quanto maior o volume de reservas, maior a capacidade de responder a ataques especulativos ou paradas súbitas, e, portanto, menor a probabilidade de default sobre as obrigações externas do país; e b) capacidade de atenuação dos efeitos adversos de uma crise de default, quando esta de fato ocorrer – pois a utilização das reservas deve reduzir a magnitude do ajustamento requerido nos níveis de produto e absorção doméstica. Além disso, caso o custo de oportunidade de manter reservas esteja associado ao spread entre a taxa de juros paga sobre a dívida externa do país e a taxa de juros recebida pela aplicação das reservas no mercado internacional, maiores volumes de reservas podem gerar um benefício adicional, em termos de redução desse custo de oportunidade – pois é razoável supor que o spread da dívida externa esteja correlacionado de modo positivo com a probabilidade de default sobre as obrigações externas do país e, conseqüentemente, dependa de forma negativa do nível de reservas” (CAVALCANTI; VONBUN, 2007, p.15, 16).

investimento agregado da economia ou na amortização da dívida externa do país (CAVALCANTI; VONBUN, 2007, p.15).

O crescimento do estoque das reservas internacionais, ao mesmo tempo, é um fator de diminuição do estoque da dívida pública externa, como ocorrera ao longo da década de 2000<sup>155</sup>, e ao mesmo tempo é um fator de expansão da dívida pública interna, quanto maior vier a ser a taxa de juros interna, ou seja, quanto maior for o referido custo de oportunidade em questão.

[...] A tradição de pesquisa sobre nível ótimo de reservas data dos anos 1960, ainda que a preocupação primordial tenha sido relativa à suficiência e não ao excesso de reservas. Heller (1966) foi o primeiro a derivar um nível ótimo de um modelo, usando uma abordagem de custo-benefício. O primeiro modelo especificou reservas ótimas em função de importações, variabilidade do balanço de pagamentos e custo de oportunidade da manutenção das reservas. O benefício da manutenção de reservas seria derivado de sua capacidade de evitar uma redução de Produto no caso de déficit no balanço de pagamentos (isto é, diante da falta de moeda conversível para manter o fluxo normal de comércio externo da economia). O custo de oportunidade é dado pelo diferencial entre o retorno médio do capital e o das reservas. No caso hipotético de ausência de reservas, Heller avalia que qualquer déficit temporário no balanço de pagamentos teria de ser corrigido via redução dos gastos agregados. Já a pesquisa corrente seguiu uma abordagem distinta daquela realizada previamente nos anos 1960. A recente literatura estendeu o motivo precaucional anterior e considerou a acumulação de reservas uma política para se evitarem perdas de Produto e contrações de Investimento induzidas por crises financeiras. O objetivo de manter reservas é mais relacionado a preocupações de paradas ou reversões súbitas dos fluxos de capitais, a característica dominante da integração global corrente dentre os mercados mundiais. Ao invés de absorver desequilíbrios transitórios na conta corrente, o autossseguro almeja reduzir os efeitos de crises internacionais e a promoção do crescimento (Cheung; Qian, 2007). Basicamente, os modelos simulam o comportamento da absorção doméstica, do Produto e de reservas em mercados de economias emergentes, experimentando paradas súbitas nos fluxos de capitais (VAN DER LAAN, et.al., 2012, p.4-5).

---

<sup>155</sup> “A dívida externa pública diminuiu nos últimos anos. Em função das reservas internacionais estarem em torno de US\$ 240 bilhões, ao final de 2009, a dívida externa total líquida era negativa. Por sua vez, os serviços da dívida externa, que, em 1990 corresponderam a 13% do PIB, em 2009 ficaram em 2,8%. Neste período, por outro lado, cresceram significativamente os Investimentos Externos Diretos (IED). Enquanto, em 2002, entraram no Brasil US\$ 16,6 bilhões de IED, esse valor atingiu US\$ 30,4 bilhões em 2009, mesmo com os reflexos negativos da crise internacional de 2008. Com relação às despesas com os juros da dívida pública, cabe destacar que, enquanto, em 2003, foram gastos 9,6% do PIB, em 2009 este percentual caiu para 5,4%. A dívida líquida do setor público, que em 2003 correspondia a 58,7% do PIB, em 2009 havia caído para 42,8%. É claro que a despesa com os juros da dívida pública precisa ser reduzida. Para efeito de comparação representaram cerca de 14 vezes o orçamento do programa Bolsa Família em 2009. A diminuição dessa despesa em relação ao PIB, nos últimos anos, tem contribuído para a redução do risco de o Brasil sofrer um ataque especulativo com intensa evasão de divisas em momentos de agravamento da situação externa. Isso porque, o percentual gasto recentemente é bastante inferior aos cerca de 10% que se gastava com as despesas com juros da dívida pública no início da década. Ao lado do equilíbrio das contas públicas nos últimos anos, houve uma mudança importante na composição da dívida pública. A parcela de títulos vinculada à taxa de câmbio foi sendo reduzida e em 2009 representou apenas 6,6% do estoque total. A importância desses avanços pode ser testada em 2009, quando o país passou por recessão sem que o Estado tenha sofrido profundo abalo em termos financeiros. Além disso, o Brasil foi um dos primeiros países a retomar o crescimento. Ao contrário de todas as crises anteriores, quando o Estado se tornava insolvente, naquele ano foram os recursos públicos que socorreram o setor privado com injeção de crédito e outras medidas de caráter fiscal e tributário” (DIEESE, 2012, p.13, 14).

O papel do processo de acumulação de reservas internacionais, pelos instrumentos da teoria da realocação da poupança interna, trata diretamente da redução da vulnerabilidade externa sem incorrer nos custos fiscais das “operações de esterilização”. A aquisição de divisas percorre o mesmo caminho de todos os gastos públicos, de todos os investimentos públicos e de todo o crédito público direcionado. A formação de reservas internacionais, fonte de receitas e despesas<sup>156</sup>, ao contrário de toda a estrutura de despesa pública que depende do atendimento dos níveis observados do produto potencial, é um elemento que, quanto maior for a sua expansão, maior também será a redução dos graus de vulnerabilidade externa e maior será a mitigação dos efeitos das crises internacionais sobre o balanço de pagamentos. O

---

<sup>156</sup> “Manter reservas cambiais, em geral, tem um custo fiscal para o país que resulta da diferença entre o que o Banco Central consegue apurar em rentabilidade com as aplicações das reservas em ativos no exterior e o que paga de juros para esterilizar, internamente, os recursos acumulados. A rentabilidade é dada pelos juros internacionais dos papéis adquiridos, marcados a mercado, e a variação cambial. A captação reflete o custo médio do passivo do BC, que contabiliza as operações compromissadas, os depósitos compulsórios e a conta única do Tesouro. Com a crise global de 2008, a rentabilidade semestral caiu bastante. Era de 1,86% no primeiro semestre daquele ano e não passa de 0,75% em 2012 (sem correção cambial). Considerando a taxa de câmbio, porém, o resultado é muito distinto: quando o real estava mais apreciado, no início de 2011, a rentabilidade foi negativa em 4%, saltando para 19% positivos no segundo semestre de 2011 e para 8,8% no primeiro de 2012. Como no passivo do BC há títulos prefixados, paga-se mais do que a taxa Selic a cada semestre. No primeiro semestre de 2011, o custo de captação era de 4,56%, caiu para 4,42% no segundo semestre, para 4,17% no primeiro semestre de 2012 e, no terceiro trimestre de 2012 estava em 3,65%. A trajetória de queda é, em geral, mais lenta do que o ritmo do corte da taxa básica a partir de agosto de 2011, que foi de 525 pontos básicos, porque depende da maturação e da remuneração dos títulos correspondentes. Embora a política de acumulação de reservas tenha começado em 2004/2005, o BC tomou 2008 como data de referência para medir o custo de manutenção das reservas porque foi a partir desse ano que passou a vigorar o sistema de equalização cambial. Por este, quando há ganho originado da variação cambial, o BC o transfere para o Tesouro Nacional num prazo de dez dias após o encerramento do semestre. Se há prejuízo, o BC é ressarcido pelo Tesouro num prazo bem mais elástico. Se o prejuízo ocorrer no primeiro semestre do ano, o BC receberá o recurso equivalente no orçamento do ano seguinte; e se for no segundo semestre, só terá previsão de ressarcimento no orçamento do ano posterior. O peso do carregamento das reservas cambiais - que somaram em novembro de 2012 o equivalente a R\$ 763,06bilhões - foi bastante elevado nos anos recentes e o debate sobre os benefícios da acumulação deste "seguro" para o país em comparação com o seu custo de manutenção foi acirrado. Em 2009, por exemplo, o governo contabilizou R\$ 149,9 bilhões a título de prejuízo. Em 2010 essa conta baixou para R\$ 48,5 bilhões e, nos primeiros seis meses de 2011, para R\$ 44,46 bilhões. A desvalorização do real no segundo semestre de 2011, de 19,06%, reverteu o sinal, produzindo um ganho de R\$ 87,81 bilhões, encerrando o ano passado com um ganho de R\$ 43,3 bilhões. Em 2012, as contas registraram um ganho de R\$ 31,4 bilhões até junho e um prejuízo de R\$ 840,72 milhões no terceiro trimestre, contando com a variação cambial, e de R\$ 8,08 bilhões sem a correção cambial. O Banco Central não pauta o processo de acumulação de reservas em moeda estrangeira pela despesa que isso gera para o Tesouro Nacional. Mas não se pode desconsiderar que é mais tentador prosseguir engordando esse colchão de segurança quando o seu peso para o contribuinte é menor. Aplicadas predominantemente em dólares e em papéis de renda fixa, sobretudo governamentais, as reservas em 2011 incorporaram duas moedas na sua carteira de investimentos, a coroa sueca e a coroa dinamarquesa. Quase 80% das reservas, porém, continuam aplicadas em dólar e desde a crise de 2008 a proporção depositada em bancos no exterior foi minguando. Segundo dados do Banco Central, de outubro de 2012, de um total de US\$ 377,7 bilhões de reservas, US\$ 346,64 bilhões estavam aplicados em títulos de governos, de organismos internacionais e de agências governamentais. Os investimentos em bancos comerciais, que antes da crise global disputavam atratividade, correspondem a somente 0,3% do total, em 2012. O BC começou, ainda, uma pequena diversificação das aplicações, aumentando, embora de forma bastante modesta, os investimentos em ouro. Em dezembro de 2009, a parcela das reservas em ouro era de US\$ 1,17 bilhão. Em outubro de 2012, aumentou para US\$ 2,9 bilhões” (BRASIL. MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, ORÇAMENTO E GESTÃO, 2012b).

balanço de pagamentos, identificado como fator de restrição para a teoria da realocação da poupança interna, tem a sua atenuação de seus desequilíbrios dada por meio do processo de acumulação das reservas internacionais sem haver a incidência dos custos fiscais das operações de esterilização. Para a teoria da realocação da poupança interna, a importância direta da acumulação das reservas internacionais para o balanço de pagamentos se faz do mesmo modo que o crescimento do investimento agregado procede em relação ao produto potencial, isto é, são os respectivos principais fatores de expansão dos limites da demanda efetiva conduzida pela moeda autônoma do Estado.

#### **4.5 Desonerações Tributárias, Transferências Constitucionais, Depósitos Compulsórios e Crédito Público Direcionado: semelhanças e diferenças da política fiscal e da política monetária brasileira frente à Teoria da Realocação da Poupança Interna**

O estabelecimento das semelhanças e das diferenças entre a política fiscal e a política monetária implementadas pela teoria da realocação da poupança interna em relação à política fiscal e à política monetária da economia brasileira emerge da necessidade de pontuar o formato de atuação do Tesouro Nacional e do Banco Central do Brasil na gestão da política econômica, com foco na questão das desonerações tributárias e do uso dos compulsórios. E também de pontuar o espaço jurídico das transferências constitucionais e o papel do Tesouro Nacional nos repasses de recursos ao BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social).

[...] Em 2009, apesar da forte queda do PIB, o mercado de trabalho continuou apresentando melhorias, com continuidade no processo de formalização do emprego (geração de quase um milhão de novos postos com carteira assinada), a renda seguiu em processo de recuperação e as taxas de desemprego não cresceram. Naquele momento, as isenções de impostos federais sobre produtos industrializados cumpriram papel relevante para manter a demanda efetiva em alta, estimulando o consumo de automóveis, geladeiras, fogões etc. (DIEESE, 2012, p.11).

A análise das desonerações tributárias ocorridas recentemente na economia brasileira tem como propósito a identificação de elemento empírico para a aplicação da teoria da realocação da poupança interna, na economia brasileira, do mesmo modo que foi identificado o aspecto histórico do compulsório de 100%, em 1994, e o aspecto operacional do Sistema de Transferência de Reservas, do Sistema de Pagamentos Brasileiro. Dentre as medidas de desonerações tributárias, anunciadas pelo Ministério da Fazenda, em março de 2013, se

destacam as desonerações de impostos federais (PIS<sup>157</sup>/Pasep<sup>158</sup> e COFINS<sup>159</sup>) sobre a cesta básica, no caso: carnes (bovina, suína, aves, peixes, ovinos e caprinos) de 9,25% para 0%; café, de 9,25% para 0%; óleo de cozinha, de 9,25% para 0%; manteiga, de 9,25% para 0%; açúcar de 9,25% para 0%; papel higiênico, de 9,25% para 0%; pasta de dente, de 12,25% para 0% e sabonete, de 12,5% para 0%. Açúcar e sabonete também apresentaram redução do IPI<sup>160</sup> de 5% para 0%. Leite, feijão, arroz, farinha de trigo ou massa, batata, legumes, pão e frutas já não sofriam incidência de impostos federais. O impacto desta sequência de desonerações será uma redução na arrecadação federal de R\$ 5,5 bilhões em 2013 e de R\$ 7,3 bilhões a partir de 2014. No entanto, parte da renúncia na arrecadação de impostos federais poderá ser abatida na meta de superávit primário de 2013, da mesma forma como a que ocorrera em 2012. A flexibilização estabelecida na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) de 2013 consiste em permitir que até R\$ 25 bilhões que forem pagos em obras e investimentos podem ser abatidos na meta de superávit primário (economia feita para pagamento de juros da dívida pública) de 2013, sendo que o Ministério da Fazenda decidiu que esse valor pode subir em R\$ 20 bilhões, conforme forem sendo realizadas novas desonerações tributárias ao longo de 2013.

Em 2012, parte dos pagamentos feitos para as obras do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) foram contabilizadas como esforço fiscal. A meta de superávit primário para 2013 é de 3,1% do Produto Interno Bruto brasileiro, num valor equivalente a R\$ 155 bilhões. Segundo a Receita Federal do Brasil, o total das desonerações com impacto em 2012 - considerando o efeito de reduções tributárias feitas em anos anteriores - foi de R\$ 46,44 bilhões. Analisando somente as desonerações feitas em 2012, a renúncia foi de R\$ 14,7 bilhões. Desse total, as principais consistiram na Cide-Combustível<sup>161</sup> (R\$ 6,837 bilhões), na desoneração da folha de pagamentos (R\$ 3,9 bilhões) e no o Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI) de carros (R\$ 2,639 bilhões). O anúncio de desonerações na folha de pagamentos, desde 2012, compreende o seguinte modelo: os empregadores dos setores beneficiados ficam isentos de pagar a contribuição obrigatória de 20% sobre o valor da folha de pagamento para o INSS<sup>162</sup>; as empresas pagam de 1% a 2% (dependendo do setor de atuação) do seu faturamento bruto anual; a alíquota de 1% vai incidir sobre as empresas do setor industrial e 2% para o segmento de serviços. A previsão de perda de arrecadação

---

<sup>157</sup> Programa de Integração Social.

<sup>158</sup> Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público.

<sup>159</sup> Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social.

<sup>160</sup> Imposto sobre Produtos Industrializados.

<sup>161</sup> Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico, Lei nº 10.336, de 19.12.2001.

<sup>162</sup> Instituto Nacional de Seguridade Social, formalizado pela Constituição Federal de 05.10.1988, que veio a substituir o antigo INPS (Instituto Nacional de Previdência Social).

tributária, à medida que for ampliado o número de setores incluídos na desoneração da folha de pagamento, é de R\$ 16 bilhões para 2013 e de R\$ 19 bilhões para 2014 (AGÊNCIA REUTERS, 2013). A estimativa considera, como contrapartida para a mesma perda de arrecadação, a elevação de 1 ponto percentual de dois tributos - o PIS e a Cofins - para as mercadorias importadas dos setores beneficiados. A meta é agrupar mais 27 segmentos da economia no regime de desoneração, reunindo, em 2013, um total de 42 setores contribuintes para a Previdência Social. O benefício engloba empresas da área industrial, de serviços, de transportes e do comércio varejista. Por esta desoneração, as empresas que contribuem ao INSS com 20% da folha de pagamento virão a pagar 1% ou 2%, conforme a categoria do setor. No total, até meados de 2013, o governo federal já reduziu os encargos sobre a folha de 42 setores, como têxtil, de autopeças e tecnologia, representando uma renúncia de R\$ 16 bilhões. Além destas medidas também foi anunciada a intenção de zerar as alíquotas do PIS/Cofins sobre o etanol, tanto nas usinas quanto nas distribuidoras. Em Nota à Imprensa, de 23 de abril de 2013, o Ministério da Fazenda anunciou, além dos benefícios tributários para o etanol, benefícios tributários para a indústria química para a compra de matérias-primas para o setor. No caso, para a aquisição de insumos para a fabricação de produtos químicos, as empresas terão um crédito tributário de 8,25% sobre o valor das matérias-primas da chamada primeira geração e de mais 8,25% nos insumos de segunda geração (MINISTÉRIO DA FAZENDA, 2013 a-i). Outro exemplo de desoneração tributária implementado na economia brasileira é o Regime Especial de Tributação do Programa Nacional de Banda Larga (REPUBL), cuja previsão de desonerações de impostos até 2016 atinge a cifra de R\$ 3,8 bilhões, conforme estimativas do Ministério das Comunicações. O programa faz parte do Programa Brasil Maior, do governo federal, referente à aquisição de bens e serviços até 31 de dezembro de 2016. As desonerações serão aplicadas sobre o IPI, a Cofins, o PIS e o PASEP (BRASIL, MINISTÉRIO DAS COMUNICAÇÕES, 2013).

Todas estas medidas, pelo braço da política fiscal, adotadas pelo governo brasileiro entre 2012 e 2013, afinam o discurso no sentido da defesa da aplicação de regimes de desonerações tributárias, mesmo que parciais, trazendo à tona a necessidade da redução da carga tributária como elemento fomentador do investimento agregado. A teoria da realocação da poupança interna encontra semelhanças neste aspecto. Porém, sendo esta uma estrutura de desoneração tributária integral sobre o consumo, o investimento e a produção, com a respectiva sistematização de um regime de moeda autônoma do Estado, a mesma não corresponde apenas a uma lógica de compensação de perdas de arrecadação tributária, mas de capacitação do Estado de abrir mão da cobrança de impostos por ser este capaz, em primeiro

plano, de instituir toda a esfera das finanças públicas sob um regime de criação e destruição automáticas de moeda.

Toda a lógica de desoneração tributária promovida para a economia brasileira visa reestruturar a questão da regressividade dos impostos no Brasil, sobretudo, os impostos sobre o valor agregado, que são os que mais afetam diretamente a renda dos mais pobres. Questão de fundamental debate para a introdução da teoria da realocação da poupança interna no Brasil, pois o ICMS (Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços) é historicamente o imposto de maior volume de arrecadação, um imposto de forte peso sobre a renda dos trabalhadores das menores faixas de renda, ao mesmo tempo em que se trata de um imposto estadual, o qual necessitará de uma ampla gama de geração de recursos compensatórios, do governo federal para os estados, quando da extinção de sua cobrança. Da mesma forma que o ISSQN (Imposto Sobre Serviços de Qualquer Natureza) de competência dos municípios.

[...] Estudos recentes têm demonstrado que o sistema tributário brasileiro tributa mais os mais pobres. Os 10% mais pobres da população brasileira destinam 32,8% de sua renda para os tributos, enquanto que para os 10% mais ricos, o ônus estimado é de 22,7% da renda. Utilizando o salário mínimo como referência para classificar os níveis de renda, números ainda mais contundentes confirmam a regressividade da tributação no Brasil: famílias com renda de até dois salários mínimos pagam 53,9% de sua renda em tributos, enquanto que as famílias com mais de 30 salários mínimos pagam cerca de 29%” (BRASIL. IPEA, 2009, p.4) .

No caso brasileiro, a perda do poder de tributação da maior parte dos impostos para os estados e para os municípios, em conjunto às desonerações tributárias da esfera federal, será facilitada mediante a incorporação do regime de transferências de recursos das Reservas Extra-Bancárias (recursos do Tesouro Nacional para os estados e para os municípios), pelas próprias regras de transferências constitucionais. A contrapartida para os estados e municípios está no próprio aumento da disponibilidade de recursos líquidos para estes entes da Federação, dado que todo o estoque da dívida pública interna será transferido para o governo federal, a ser gerido pelo regime de amortização instituído através do mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda. E também pela razão de que a determinação das receitas líquidas dos estados e dos municípios será instituída pelo mesmo regime de transferências constitucionais que já vigora no caso dos Fundos de Participação dos Estados e dos Municípios.

O automatismo da transferência de recursos está na junção do lado operacional do Sistema de Transferência de Reservas, do Sistema de Pagamentos Brasileiro do Banco Central do Brasil, com as normas constitucionais de transferências de recursos da União para os

estados e municípios. O patamar inicial de repasses consistirá na última receita corrente (relativa à última arrecadação do ICMS e demais impostos estaduais e municipais sobre o consumo, o investimento e a produção), a qual será expandida, para o caso dos estados, em atendimento ao crescimento do PIB per capita e da população, respeitando os percentuais individuais, previstos em lei, de distribuição do FPE (Fundo de Participação dos Estados). Para os municípios o FPM<sup>163</sup> (Fundo de Participação dos Municípios) é a referência legal para a execução dos repasses dos recursos da União (BRASIL. SECRETARIA DO TESOIRO

---

<sup>163</sup> “O Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza – IR –, de competência da União, já constava de nosso ordenamento jurídico na Constituição de 1946, em seu artigo 15, inciso IV. Outro imposto federal – o Imposto sobre Produtos Industrializados, IPI – foi instituído pela Emenda Constitucional nº 18, de 1º de dezembro de 1965 (feita à Constituição de 1946), em seu artigo 11. Já o Fundo de Participação dos Municípios (FPM) teve origem nesta mesma Emenda Constitucional, em seu artigo 21, que também exigia a regulamentação do Fundo através de Lei Complementar. Inicialmente, o FPM era formado por 10% do produto da arrecadação dos impostos sobre renda (IR) e sobre produtos industrializados (IPI), descontados os incentivos fiscais vigentes na época, restituições e outras deduções legais referentes a esses impostos. A regulamentação do FPM veio com o Código Tributário Nacional (CTN – Lei 5.172, de 25 de outubro de 1966), no seu artigo 91, e o início de sua distribuição deu-se em 1967. O critério de distribuição do FPM era então baseado unicamente na população dos Municípios. Posteriormente, o FPM foi ratificado pela Constituição Federal de 1967 (Art. 26), que recepcionou a regulamentação do CTN. Pouco depois de promulgada a Constituição de 1967, foi baixado o Ato Complementar da Presidência da República nº 35, de 28 de fevereiro de 1967, que, dentre outras providências, categorizou os Municípios em Capitais e Interior, as Capitais recebendo 10% do montante total do FPM e o Interior o restante. Nova norma foi editada, o Decreto-Lei nº 1.881, de 27 de agosto de 1981, criando mais uma categoria de Municípios, denominada “Reserva”, para aqueles Entes com população superior a 156.216 habitantes. A distribuição do FPM então ficou 10% para as Capitais, 3,6% para a Reserva e 86,4% para o Interior. A Constituição de 1988 também ratificou o FPM (Art. 159, inciso I, alínea “b” e ADCT art. 34, § 2º, incisos I e III) e recepcionou a regulamentação do CTN, tendo ainda aumentado gradativamente o percentual de participação do FPM no IR e IPI dos 17% na época até o valor de 22,5% a partir de 1993 e solicitado, em seu artigo 161, inciso II, que a Lei Complementar regulamentasse a entrega dos recursos do Fundo. Isto foi realizado pela Lei Complementar nº 62, de 28 de dezembro de 1989, que manteve o critério de repartição do CTN até 1991. Mais tarde, a Lei Complementar nº 71, de 3 de setembro de 1992, prorrogou o critério do CTN “até que lei específica sobre eles disponha, com base no resultado do Censo de 1991, realizado pela Fundação IBGE”. Outras Leis Complementares foram sendo sucessivamente aprovadas, dilatando até hoje, com alguns ajustes, o critério de repartição do CTN, a saber: nº 72, de 29 de janeiro de 1993; nº 74, de 30 de abril de 1993; nº 91, de 22 de dezembro de 1997; e nº 106, de 23 de março de 2001. Adicionalmente, a Emenda Constitucional nº 14, de 12 de setembro de 1996, por meio da alteração do Art. 60 do Ato das Disposições Constitucionais Transitórias – ADCT – criou o Fundo de Manutenção e Desenvolvimento do Ensino Fundamental e de Valorização do Magistério – FUNDEF –, cuja fonte de recursos foi composta pela dedução de 15% nos repasses do Fundo de Participação dos Estados, do Fundo de Participação dos Municípios, da Lei Complementar 87/96, do ICMS estadual e do IPI Exportação. Esta Emenda foi regulamentada pela Lei nº 9.424, de 24 de dezembro de 1996, e os descontos do FUNDEF passaram a ser realizados a partir de janeiro de 1998. Mais tarde, a Emenda Constitucional nº 53, de 19 de dezembro de 2006, também por meio da alteração do Art. 60 do ADCT, substituiu o FUNDEF pelo Fundo de Manutenção e Desenvolvimento do Ensino Básico e de Valorização do Magistério – FUNDEB –, cuja fonte de recursos incorporou novas transferências intergovernamentais obrigatórias, mantendo todas as anteriores, inclusive o FPM. Esta Emenda foi regulamentada pela Medida Provisória nº 339, de 28 de dezembro de 2006, e os descontos correspondentes efetivados a partir de janeiro de 2007. A Medida Provisória foi transformada na Lei nº 11.494, de 20 de junho de 2007. Atualmente, a dedução do FUNDEB é de 20% do valor do repasse. Uma alteração importante foi introduzida pela Emenda Constitucional nº 55, de 20 de setembro de 2007, que acrescentou a alínea “d” ao art. 159, inciso I, adicionando 1% ao percentual do FPM (que assim passou a ter alíquota de 23,5%); este percentual a mais, entretanto, seria acumulado na Conta Única do Tesouro Nacional ao longo de 12 meses, para ser entregue aos Municípios no 1º decêndio de dezembro de cada ano, constituindo-se numa espécie de ‘abono natalino’ municipal” (BRASIL. SECRETARIA DO TESOIRO NACIONAL, 2011a, p. 2-3).

NACIONAL, 2011b). O documento legal vigente que determina a repartição<sup>164</sup> do Fundo de Participação dos Estados é a Lei Complementar 62/1989<sup>165</sup>.

[...] Art. 2º Os recursos do Fundo de Participação dos Estados e do Distrito Federal – FPE serão distribuídos da seguinte forma: I - 85% (oitenta e cinco por cento) às Unidades da Federação integrantes das regiões Norte, Nordeste e Centro-Oeste; II - 15% (quinze por cento) às Unidades da Federação integrantes das regiões Sul e Sudeste. § 1º Os coeficientes individuais de participação dos Estados e do Distrito Federal no Fundo de Participação dos Estados e do Distrito Federal - FPE a serem aplicados até o exercício de 1991, inclusive, são os constantes do Anexo Único, que é

<sup>164</sup> “A rigidez temporal dos percentuais de participação dos Estados no FPE levou vários Estados a entrarem com Ações Diretas de Inconstitucionalidade no Supremo Tribunal Federal: ADI nº 875 de 13 de maio de 1993, proponentes PR, RS e SC; ADI nº 1.987 de 30 de março de 1999, proponentes MT e GO; ADI nº 2.727 de 18 de setembro de 2002, proponente MS; e ADI nº 3.243, de 24 de junho de 2004, proponente MT. A argumentação básica das ações é que os coeficientes de rateio fixos ferem o artigo 161, inciso II, da Constituição Federal: “Art. 161. Cabe à lei complementar: II - estabelecer normas sobre a entrega dos recursos de que trata o art. 159, especialmente sobre os critérios de rateio dos fundos previstos em seu inciso I, objetivando promover o equilíbrio socioeconômico entre Estados e entre Municípios”. Os fundos do artigo 159, inciso I, nada mais são que o FPE e o FPM; os critérios de rateio do FPM remetem a um recálculo anual dos coeficientes municipais, enquanto aqueles relativos ao FPE estão congelados desde 1990. Sendo assim, os requerentes das ADIs alegam que o critério da Lei Complementar 62/1989 não traduz a vontade do legislador constituinte no tocante a “promover o equilíbrio sócio-econômico entre Estados”, uma vez que não acompanha o dinamismo do País com o decorrer do tempo. Além disso, o artigo 2º, § 1º, desta mesma Lei Complementar dá um prazo de validade para os coeficientes individuais até o exercício de 1991, prazo este vencido faz algum tempo. Assim, acórdão de 24 de fevereiro de 2010 do STF fundiu as quatro ADIs sob a de nº 1.987, julgou-as procedentes e declarou a “inconstitucionalidade, sem pronúncia de nulidade, do art. 2º, incisos I e II, §§ 1º, 2º e 3º, e do Anexo Único, da Lei Complementar nº 62 /1989, assegurada sua aplicação até 31 de dezembro de 2012”. Em consequência, o assunto está em discussão em vários órgãos técnicos dos Executivos Federal e Estaduais e no Congresso Nacional, a fim de que seja aprovada nova Lei em substituição à de nº 62/1989 que contemple critério flexível ao longo do tempo para o cálculo dos coeficientes individuais de participação dos Estados no FPE; nesse meio tempo, continuam valendo os percentuais atuais” (BRASIL. SECRETARIA DO TESOIRO NACIONAL, 2011b, p. 3-4).

<sup>165</sup> “Os percentuais de repasse do FPE foram considerados inconstitucionais pelo STF e foi dado um prazo até dezembro de 2012 para que o Congresso aprovar uma nova Lei Complementar, em substituição à de nº 62/1989, definindo critérios flexíveis com o decorrer do tempo para o cálculo dos coeficientes individuais de participação do FPE. As transferências a título de FPE iniciaram-se em 1967. As deduções do FUNDEF/FUNDEB foram as seguintes: FUNDEF: 15%, de 1998 a 2006; e FUNDEB: 16,66% em 2007; 18,33% em 2008; e 20% a partir de 2009. Os descontos e retenções incidentes sobre o FPE são as seguintes: desconto de 1% referente ao PASEP e retenção de 20% relativos ao FUNDEB. Cabe ressaltar que, tratando-se de FPE, ambas as deduções incidem sobre o valor bruto da transferência, ou seja, para cada R\$ 100,00 brutos a serem repassados, R\$ 1,00 é descontado a título de PASEP e R\$ 20,00 são retidos para o FUNDEB, restando para o Município R\$ 79,00 líquidos de FPE. Isso ocorre para atender a Solução de Divergência COSIT nº 2, de 10 de fevereiro de 2009, da Coordenação Geral de Tributação da Receita Federal do Brasil, publicada no Diário Oficial da União em 12 de fevereiro de 2009. Não há vinculação específica para a aplicação desses recursos. Conforme determina o Art. 160, caput, da Constituição Federal. Entretanto, o parágrafo único desse mesmo artigo permite que a União condicione a entrega dos recursos à regularização de débitos do Ente Federativo junto ao Governo Federal e suas autarquias (por exemplo, dívidas com o INSS, inscrição na dívida ativa pela Procuradoria Geral da Fazenda Nacional – PGFN), assim como ao atendimento do gasto mínimo em ações e serviços públicos de saúde (CF, Art. 198, § 2º, incisos II e III). A União não pode contingenciar recursos das transferências constitucionais e legais” (BRASIL. SECRETARIA DO TESOIRO NACIONAL, 2011b, p.6-10).

parte integrante desta Lei Complementar. § 2º Os critérios de rateio do Fundo de Participação dos Estados e do Distrito Federal, a vigorarem a partir de 1992, serão fixados em lei específica, com base na apuração do censo de 1990. § 3º Até que sejam definidos os critérios a que se refere o parágrafo anterior, continuarão em vigor os coeficientes estabelecidos nesta Lei Complementar” (BRASIL. SECRETARIA DO TESOURO NACIONAL, 2011b).

Com relação à política monetária, uma diferença explícita entre o emprego recente dos compulsórios pela política monetária brasileira em relação à teoria da realocação da poupança interna está na questão de que o estímulo proposto à atividade econômica, pela redução do recolhimento dos compulsórios, representou uma “política monetária expansionista”, isto é, com aumento da quantidade de moeda em circulação, enquanto que a estrutura da teoria da realocação da poupança interna estabelece a promoção da política fiscal de forma integrada à política monetária (Tesouro Nacional e Banco Central), dentro de um regime de “política monetária contracionista”. A diferença fundamental entre a redução das taxas de compulsório sobre depósitos à vista e demais agregados monetários e as regras de aplicação da teoria da realocação da poupança interna consiste no fato de que a atuação da redução dos compulsórios, pelo Banco Central, é uma operação de ampliação da liquidez disponível para os bancos, direcionada no sentido de “expandir o crédito”, enquanto que os instrumentos da teoria da realocação da poupança interna são executados no sentido de “redirecionar os fluxos da liquidez que já estava em circulação” para as funções prioritárias de determinação dos investimentos públicos e dos gastos públicos. Dentre as medidas de redução dos recolhimentos compulsórios, desde a crise internacional de 2008, se destacam a liberação de R\$ 100 bilhões de recursos dos compulsórios entre 2008 e 2009, com o começo de reversão dessas operações em fins de 2010, tendo sido recolhidos de volta para o Banco Central cerca de R\$ 61 bilhões somente no primeiro semestre de 2011, totalizando um montante de depósitos compulsórios de R\$ 450 bilhões em fins de 2011. No entanto, a partir de 2012 a política monetária expansionista voltara a ser exercida pela via dos compulsórios, injetando em circulação uma soma de R\$ 65 bilhões entre o fim de 2011 e o começo de julho de 2012, passando o montante depositado a um valor próximo de R\$ 385 bilhões.

[...] Entre dezembro de 2011 e junho de 2012, o valor sujeito a recolhimento compulsório sobre recursos a prazo diminuiu R\$ 97 bilhões, sendo aproximadamente R\$ 20 bilhões em exigibilidade, e R\$ 13 bilhões a mais contratados em operações dedutíveis no compulsório sobre recursos a prazo. Quanto ao valor sujeito a recolhimento sobre os recursos à vista, a redução foi de R\$ 15 bilhões, aproximadamente R\$ 6 bilhões em exigibilidade. E R\$ 2,5 bilhões foram utilizados em operações dedutíveis no compulsório sobre recursos à vista, o BC passou a mobilizar parcelas desses compulsórios para fins bem específicos: para o financiamento à venda de automóveis e da safra agrícola 2012/2013. E essa

destinação focada de, respectivamente, R\$ 18 bilhões e R\$ 10,28 bilhões vem produzindo efeito no saldo dos recolhimentos compulsórios, mas ainda assim se mantêm gigantescos (BRASIL. MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, ORÇAMENTO E GESTÃO, 2012a).

No que se caracteriza como um quadro de política monetária expansionista, o ano de 2012 teve a maior liberação do recolhimento dos compulsórios, sobre diversas modalidades, desde 1999. O total de recursos dos compulsórios caiu de R\$ 448,54 bilhões em dezembro de 2011 para R\$ 348,51 bilhões no fim de 2012, com uma redução de 22%. Em termos nominais, a queda de R\$ 100,02 bilhões é a maior da série histórica iniciada em 1994 pelo Banco Central do Brasil.

[...] O recolhimento sobre recursos a prazo foi o que mais caiu em 2012 (-51%), principalmente em função das novas regras que ampliaram a dedução para grandes bancos que compram ativos de instituições menores, como carteiras de crédito. Uma dessas mudanças, aliás, foi anunciada no dia em que o BC liquidou os bancos Cruzeiro do Sul e Prosper. O saldo na modalidade caiu de R\$ 130,617 bilhões, para R\$ 64,601 bilhões, entre o fim de 2011 e 2012. O saldo da exigibilidade adicional recuou 29% na mesma comparação, de R\$ 157,686 bilhões para R\$ 111,650 bilhões. Em 2012, o BC reduziu a alíquota do adicional sobre depósitos a prazo, de 12% para 11%, e extinguiu o adicional de 6% que os bancos tinham de recolher sobre seus depósitos à vista. Os números do BC mostram ainda que o recolhimento sobre recursos à vista, que também passou por mudanças, caiu 4%, de R\$ 79,526 bilhões para R\$ 76,695 bilhões. Os depósitos compulsórios sobre poupança, por outro lado, cresceram 18%, de R\$ 80,713 bilhões para R\$ 95,569 bilhões (AGÊNCIA ESTADO, 2013).

Dentro dessa estrutura de política monetária expansionista, o anúncio das mudanças das alíquotas dos recolhimentos compulsórios fazia parte da intenção do Banco Central em injetar mais R\$ 30 bilhões na liquidez do sistema bancário-financeiro, nos meses subsequentes à publicação da circular do Banco Central do Brasil, CIRCULAR Nº 3.609, de 14 de setembro de 2012 (BACEN, 2012).

[...] CIRCULAR Nº 3.609, DE 14 DE SETEMBRO DE 2012. A Diretoria Colegiada do Banco Central do Brasil, em sessão extraordinária realizada em 14 de setembro de 2012, com base nos arts. 10, incisos III e IV, e 34 da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e tendo em vista o disposto na Circular nº 3.529, de 29 de março de 2011, RESOLVE: Art. 1º Os incisos I e III do art. 2º da Circular nº 3.144, 14 de agosto de 2002, passam a vigorar com a seguinte redação: "Art. 2º I - 11% (onze por cento) sobre a média aritmética do Valor Sujeito a Recolhimento (VSR) relativo a recursos a prazo, de que trata o art. 2º da Circular nº 3.569, de 22 de dezembro de 2011; Altera a Circular nº 3.144, 14 de agosto de 2002, que trata da exigibilidade adicional sobre depósitos, e a Circular nº 3.569, de 22 de dezembro de 2011, que redefine e consolida as regras do recolhimento compulsório sobre recursos a prazo. III - 0% (zero por cento) sobre a média aritmética do Valor Sujeito a Recolhimento (VSR) relativo a recursos à vista, de que trata o art. 2º da Circular nº 3.274, de 10 de fevereiro de 2005" (NR) Art. 2º O art. 10 da Circular nº 3.569, de 22 de dezembro de 2011, passa a vigorar com a seguinte redação: "Art. 10 §3º II - e) 50% (cinquenta por cento) a partir

dos períodos de cálculo e de cumprimento com início, respectivamente, em 15 e 26 de outubro de 2012; f) 64% (sessenta e quatro por cento) a partir dos períodos de cálculo e de cumprimento com início, respectivamente, em 10 e 21 de fevereiro de 2014; g) 73% (setenta e três por cento) a partir dos períodos de cálculo e de cumprimento com início, respectivamente, em 14 e 25 de abril de 2014; h) 82% (oitenta e dois por cento) a partir dos períodos de cálculo e de cumprimento com início, respectivamente, em 9 e 20 de junho de 2014; e i) 100% (cem por cento) a partir dos períodos de cálculo e de cumprimento com início, respectivamente, em 11 e 22 de agosto de 2014.” (NR) Art. 3º O art. 11 da Circular nº 3.569, de 2011, passa a vigorar com a seguinte redação: “Art.11..§1º II – são consideradas elegíveis, na condição de cedentes, vendedoras, depositárias ou emissoras, as instituições financeiras independentes e instituições financeira integrantes de conglomerados financeiros que atendam, relativamente ao mês de junho de 2012, aos seguintes critérios, cumulativamente:a) Patrimônio de Referência (PR), Nível I, apurado na forma estabelecida pela Resolução nº 3.444, de 28 de fevereiro de 2007, inferior a R\$2.200.000.000,00 (dois bilhões e duzentos milhões de reais);b) resultado superior a 0,20 (vinte centésimos) da divisão do valor correspondente ao somatório dos saldos das rubricas contábeis 1.6.0.00.00-1 - Operações de Crédito, 1.7.0.00.00-0 - Operações de Arrendamento Mercantil e 3.0.1.85.00-5 – Coobrigações sem Cessões de Crédito, pelo valor correspondente à soma dos saldos das rubricas contábeis 1.0.0.00.00-7 - Circulante e Realizável a Longo Prazo, 2.0.0.00.00-4 -Permanente e 3.0.1.85.00- 5 - Coobrigações em Cessões de Crédito, do Cosif; e c) resultado superior a 0,20 (vinte centésimos) da divisão do valor correspondente ao saldo da rubrica contábil 4.1.5.00.00-2 – Depósitos a Prazo, pelo valor correspondente à soma dos saldos das rubricas contábeis 4.0.0.00.00-8 – Passivo Circulante e Exigível a Longo Prazo e 5.0.0.00.00-5 – Resultados de Exercícios Futuro, do Cosif. III - a dedução do valor equivalente ao somatório dos ativos e depósitos interfinanceiros de que tratam os arts. 11 e 11-A – poderá ser realizada até o limite de 50% (cinquenta por cento) da exigibilidade, observados os prazos definidos no art. 12; V - as aquisições de operações de crédito e de Letras Financeiras de que tratam os incisos I e VIII do caput deste artigo, efetivadas a partir da data de publicação desta Circular, serão computadas com o fator de multiplicação de 1,2 (um inteiro e dois décimos) § 4º A instituição financeira independente ou o conglomerado financeiro que, com os dados do Cosif referentes ao final de cada semestre, a começar por dezembro de 2012, não atender ao disposto no inciso II, alíneas "b" e "c", do § 1º tornar-se-á inelegível à condição de cedente, vendedora, depositária ou emissora, a partir: I - do mês de abril do ano seguinte, para a posição relativa ao mês de dezembro; e II - do mês de outubro do mesmo ano, para a posição relativa ao mês de junho" (NR) Art. 4º O art. 11-A da Circular nº 3.569, de 2011, passa a vigorar com a seguinte redação: “Art. 11-A: A instituição financeira sujeita ao recolhimento de que trata esta Circular poderá deduzir, do valor a ser recolhido, além das operações relacionadas no art. 11, o saldo das operações para financiamento e arrendamento mercantil de motocicletas, contratadas a partir da data de publicação desta Circular, desde que contabilizadas em seu ativo e originadas: I -§ 3º As operações para financiamento e arrendamento mercantil de automóveis e de veículos comerciais leves, contratadas até 14 de setembro de 2012, nos termos da Circular nº 3.594, de 21 de maio de 2012, permanecem válidas para dedução no recolhimento compulsório sobre recursos a prazo até o final de seus respectivos vencimentos.” (NR). Art. 5º Esta Circular entra em vigor na data de sua publicação, produzindo efeitos: I - para a alteração no inciso I do art. 2º da Circular nº 3.144, de 2002, de que trata o art. 1º desta Circular, a partir do período de cálculo de 29 de outubro a 1º de novembro de 2012, cujo cumprimento se dará de 12 a 16 de novembro de 2012;II - para a alteração no inciso III do art. 2º da Circular nº 3.144, de 2002, de que trata o art. 1º desta Circular, a partir do período de cálculo de 17 a 21 de setembro de 2012, cujo cumprimento se dará de 1 a 5 de outubro de 2012; e III - para as alterações na Circular nº 3.569, de 2011, de que tratam os artigos 2º, 3º e 4º desta Circular, a partir do período de cálculo de 17 a 21 de setembro de 2012, cujo cumprimento se dará de 28 de setembro a 4 de outubro de 2012” (BRASIL. BACEN, 2012).

Todas essas normas do Banco Central do Brasil, de 2012, analisadas de forma comparativa aos aspectos normativos da teoria da realocação da poupança interna evidenciam a expansão da base monetária, dos meios de pagamentos e dos demais agregados monetários no intento do direcionamento da política monetária com fins à expansão do crédito para o cumprimento da expansão da demanda agregada. A teoria da realocação da poupança interna se contrapõe exatamente a este aspecto. A mesma quantidade de recursos dos compulsórios (e mesmo uma quantidade bem maior de recursos), liberados pelo Banco Central do Brasil, com maior intensidade em 2012, poderia ser empregada pelo instrumento da criação e destruição automáticas de moeda, para a determinação de gastos públicos e de investimentos públicos, estimulando a demanda agregada de forma direta, ao contrário da forma indireta, através da concessão de crédito. A mobilização de recursos pela via da criação e destruição automáticas de moeda é uma forma de determinação direta da demanda agregada pelo Estado. A diferenciação desta forma de determinação da demanda agregada em relação à determinação originada da concessão do crédito se faz pelo intervalo de tempo entre a realização da concessão da linha de crédito e a efetivação da demanda, seja pela via do investimento, seja pela via do consumo e também para a especulação. No caso da criação e destruição automáticas de moeda, a reutilização de recursos das Reservas Extra-Bancárias, advindos da incidência de um compulsório de 100% sobre valores equivalentes aos valores dos depósitos realizados pelo Banco Central determina a efetivação da demanda no exato momento da operação de “criação e destruição automáticas de moeda”, seja pelos investimentos públicos, seja pela via dos gastos públicos. Com a ressalva fundamental de não incorrer em expansões dos meios de pagamentos, sendo inclusive as Reservas Extra-Bancárias externas à base monetária.

Na questão da determinação das linhas de crédito público, as linhas tradicionais de crédito agrícola e habitacional podem ser incorporadas ao gerenciamento das operações de criação e destruição automáticas de moeda, pelas Reservas Extra-Bancárias, liberando, desta forma, as atuais linhas de crédito dos bancos públicos para a concessão de outras modalidades de crédito. Com a adoção deste procedimento, para a economia brasileira, possibilita-se a reversão da lógica de endividamento público que fora iniciada pelas transferências de aportes de recursos do Tesouro Nacional para capitalização do BNDES<sup>166</sup> (Banco Nacional de

---

<sup>166</sup> “Turbinado principalmente pelos aportes ao BNDES nos últimos anos, o endividamento contraído pelo governo para reforçar as disponibilidades financeiras e a capacidade de crédito dos bancos oficiais responde por mais de um quinto da Dívida Pública Mobiliária Federal Interna brasileira (DPMFi), cujo saldo fechou 2012 em R\$ 1,916 trilhão. Dados do Banco Central mostram que, na mesma data, o estoque de créditos concedidos pelo governo a essas instituições somava R\$406,93 bilhões. Só em 2012, o valor deu um salto de

Desenvolvimento Econômico e Social) com o mesmo propósito de estimular o crescimento econômico pela via da demanda, através da concessão do crédito público de forma subsidiada. A capitalização do BNDES pelo Tesouro Nacional foi uma das medidas anticíclicas adotadas para deter os efeitos da crise de 2008/2009, com sinais positivos para a recuperação da atividade econômica. O problema em seguida se deu, não apenas no Brasil, mas com maior força na Europa e nos Estados Unidos, pelo reflexo direto no crescimento da dívida pública em função dos aportes de recursos que o Estado fora obrigado a conceder, seja no resgate de bancos e de grandes empresas nos Estados Unidos e na Europa, seja no exemplo brasileiro de dotar o BNDES com grandes suplementos de linhas de crédito. A teoria da realocação da poupança interna se insere com precisão neste campo, pois todo o direcionamento de recursos públicos não é contabilizado como criação de dívida pública pelo fato de que a injeção de recursos, em quaisquer situações, exige sempre a contrapartida automática da destruição de moeda de valores equivalentes aos valores injetados. Os recursos injetados não se multiplicam

---

27,5%, aumentando R\$ 87,78 bilhões, pois era de R\$ 319,15 bilhões no fim de 2011. A ajuda aos bancos provoca impacto sobre a dívida pública porque, para poder aportar os recursos, o Tesouro emite títulos. Os recursos são entregues na forma de papéis da DPMFi, que podem ser negociados no mercado secundário, reforçando de imediato os ativos de maior liquidez das instituições. O estoque informado pelo BC inclui apenas o que está classificado como créditos do governo às instituições financeiras oficiais e, portanto, não considera capitalizações propriamente ditas. Ou seja, deixa de fora o que o Tesouro injetou nos bancos para aumento de capital social. Ultimamente, as capitalizações têm sido feitas com entrega de ações de outras empresas estatais, em vez de títulos públicos, como ocorreu recentemente em operação envolvendo entrega de ações da Petrobrás à Caixa Econômica Federal. Porém, no passado, por várias vezes, principalmente nos anos 1990, o governo já se endividou também para capitalizar seus bancos. Além dos valores originalmente emprestados, o saldo de quase R\$ 407 bilhões apontado pelo BC considera juros e correção monetária ao longo dos anos. Mas a dívida que o Tesouro originalmente contraiu para poder emprestar aos bancos também foi corrigida. Em uma década, o valor dos créditos em questão aumentou mais de 3.300%, pois eles eram de R\$ 11,8 bilhões no fim de 2002. São hoje mais de 34 vezes o que eram naquela época, portanto. Medidos como proporção da dívida mobiliária federal interna também deram um salto enorme no período, de 2,1% para cerca de 21%. A injeção de recursos públicos nos bancos oficiais na forma de créditos do Tesouro cresceu principalmente a partir do segundo governo do presidente Luiz Inácio Lula da Silva. No fim de 2006, último ano do primeiro mandato, o saldo era de R\$ 12,343 bilhões, montante então equivalente a 1,12% da DPMFi. As injeções no BNDES são a principal origem dos quase R\$ 407 bilhões apurados pelo BC. Os créditos do governo federal junto ao BNDES fecharam 2012 em R\$ 371,673 bilhões, mais de 31 vezes o que eram no fim de 2002 (R\$ 11,8 bilhões). Do início de 2003 até fim de 2006 atingiram R\$ 9,953 bilhões. Outros bancos também foram beneficiados. Só em 2012, por exemplo, a Caixa Econômica Federal recebeu R\$ 13 bilhões e o Banco do Brasil, R\$ 8,1 bilhões, por determinação de uma medida provisória assinada pela presidente Dilma Rousseff em setembro. Os recursos foram contratados na forma de Instrumentos Híbridos de Capital e Dívida (IHCD), dívidas sem prazo definido de vencimento, para que pudessem ser considerados no patrimônio de referência (PR) e aumentar a capacidade dos dois bancos de conceder empréstimos e financiamentos. É com base no PR que são definidos os limites operacionais das instituições financeiras no Brasil. As operações envolvendo IHCD respondiam, no fim de 2012, pelos R\$ 35,26 bilhões restantes do total de quase R\$ 407 bilhões de créditos do governo junto aos bancos federais. Nem BC nem Tesouro Nacional informaram a cifra discriminada por banco. Os últimos balanços publicados indicam que, pelo menos em setembro, o montante estava concentrado basicamente na Caixa e no Banco do Brasil. Com o reforço ordenado pela MP nº 581, o saldo dos IHCD envolvendo Tesouro e Caixa, que já tinha recebido recursos dessa forma antes, alcançou R\$ 27,8 bilhões em setembro. No balanço do BB, também já apareciam, na mesma data, os R\$ 8,1 bilhões autorizados na MP. Havia ainda cerca de R\$ 1 bilhão classificado dessa forma no balanço do Banco do Nordeste (BNB) por conta de um aporte feito em 2010” (BRASIL. MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, ORÇAMENTO E GESTÃO, 2013b).

de forma desproporcional em relação à sua injeção inicial, por força da própria ação da política monetária contracionista, exercida pela destruição automática de moeda e pela incidência de demais compulsórios sobre as outras formas de agregados monetários, cumprindo apenas o papel de serem fomentadores da demanda agregada, em níveis não inflacionários, e da oferta agregada, pela capacitação das condições de expansão do produto potencial e de mitigação da dependência de captação de poupança externa, aliviando as pressões sobre o balanço de pagamentos.

[...] Foram inúmeras as medidas voltadas para manter ou elevar a oferta de empréstimos e financiamentos bancários às pessoas e empresas. Houve a liberação de depósitos compulsórios, aportes extras de recursos para o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDES), desonerações tributárias, pacote habitacional, aceleração de outras obras vinculadas ao Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e várias linhas de crédito liberadas pelos bancos oficiais (DIEESE, 2012, p. 12).

Pela teoria da realocação da poupança interna, o crédito público direcionado consiste justamente na concessão de linhas de crédito, para setores estratégicos da economia, com recursos provenientes das Reservas Extra-Bancárias. Nesta modalidade de crédito a taxa de juros cobrada sobre os financiamentos é “zero” e o lucro do Tesouro Nacional sobre estas operações é de “100%”. A resposta para este enigma é bem simples: a concessão das linhas de crédito é provida integralmente pelas operações de criação e destruição automáticas de moeda, regidas pelas Reservas Extra-Bancárias. Isto por si só já explicita que quando se dera cada concessão de linha de crédito, o montante de recursos emprestados retorna em valor equivalente, de forma integral, para a conta do Tesouro Nacional, sem haver quaisquer perdas de recursos. Por outro lado, não há necessidade de cobrança de juros para o pagamento das referidas parcelas dos financiamentos porque o próprio pagamento dessas já representa um lucro de 100%, para o Tesouro Nacional, sobre cada concessão de crédito, atuando, desta maneira, sob uma forma de subsídio para as modalidades de linhas de crédito direcionadas conforme as necessidades de expansão da oferta agregada (a exemplo do crédito agrícola) e de redução significativa do déficit habitacional.

Em função da oferta de moeda se manter inalterada no momento da injeção de recursos, com a retirada automática de circulação de recursos equivalentes, pela operação integrada do Tesouro Nacional com o Banco Central, a mobilização de recursos pela via da criação e destruição automáticas de moeda para a concessão de linhas de crédito, para setores planejados e direcionados, se converte numa forma de “realocação de depósitos ociosos da economia”. Para a mesma quantidade de moeda em circulação se expande a proporção de

linhas de crédito público, da mesma maneira que se expande a demanda agregada, pelos gastos públicos e pelos investimentos públicos, e a capacidade de expansão da oferta agregada, pela mão dos investimentos públicos e das desonerações tributárias, somadas à expansão da oferta do setor rural, com juro zero, se estabelecendo como o principal vetor de preços para todas as cadeias produtivas. O setor agropecuário e da pesca apresentam relevância fundamental no abastecimento do mercado consumidor interno e nas exportações, além do suprimento de insumos à indústria. A oferta conjunta destes setores influencia diretamente o nível geral de preços.<sup>167</sup>

Para o exemplo da economia brasileira, onde existe um forte contingenciamento orçamentário, a determinação de recursos autônomos (sem ocorrer expansão da oferta de moeda) deve levar em conta a recondução da demanda agregada pelo balizamento da liberação da margem de recursos percentuais do PIB (liberação de renda anteriormente tributada, cujos recursos arrecadados eram integralmente comprometidos com os serviços de rolagem da dívida pública interna) em relação à concomitância da amortização da dívida pública interna, que desvincula o referido mecanismo do processo de formação do orçamento público, ao mesmo tempo em que rege um processo de liberação de poupança interna de forma proporcional à redução da necessidade de “emissão de novos títulos públicos”.

Na verdade, conforme exposto na figura 6, o espaço, considerando-se um nível inicial de demanda agregada ajustado pelas condições do produto potencial e do balanço de pagamentos, para criação de “recursos autônomos” se situa no nível atual de execuções orçamentárias (gastos públicos e investimentos públicos) mais o espaço de demanda agregada a ser ocupado, dada a liberação do percentual do PIB que se encontrava até então contingenciado sob a forma de superávit primário (em função de ocorrer amortizações do estoque da dívida pública pelo mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda, liberando poupança interna). A estes espaços iniciais se somam as “realocações de depósitos ociosos” (agregados monetários, a exemplo de depósitos de poupança, que eram direcionados para a formação de depósitos à vista, pelo crédito imobiliário, a exemplo das linhas de crédito que eram direcionadas para a formação de depósitos à vista, pelo crédito rural). Essa realocação de depósitos ociosos passa a representar a capacidade de geração de recursos para o direcionamento de linhas de crédito público a “juro zero” e sem promover expansões da oferta de moeda, por ter havido o deslocamento do desempenho de funções das linhas

---

<sup>167</sup> A determinação das respectivas formas de financiamento, por meio dos recursos autônomos, é necessária mediante a exigência de se constituir uma oferta agregada capaz de responder a todo incremento da demanda global.

tradicionais para a alçada da criação e destruição automáticas de moeda, via Reservas Extra-Bancárias. A instituição das linhas de crédito público direcionado pelas Reservas Extra-Bancárias corresponde, de fato, à realocação da oferta de moeda na direção da geração de “depósitos à vista” com vinculação direta à esfera da produção, tanto no setor agropecuário como na construção civil. Da mesma forma que a questão da reforma agrária se insere no bojo dos recursos autônomos sob a forma de investimentos públicos.

**Figura 6 - Determinação Original dos Recursos Autônomos**

Liberação de Recursos Contingenciados + Nível Original das Execuções Orçamentárias + Realocações de Depósitos à Vista Ociosos (nível original de linhas de crédito público aos setores agropecuário e imobiliário)	=	Nível Original de Criação dos Recursos Autônomos
--	---	--

Fonte: Elaboração própria

#### **4.6 Proposições de Aplicações Normativas: Salário Mínimo, Jornada de Trabalho e Previdência Pública**

Institui-se um subsídio a todos os empregadores, referente ao aumento anual do salário mínimo, no valor integral do reajuste determinado. Este subsídio também se inclui na função de cobrir os custos referentes à redução da jornada de trabalho em 1 hora semanal, a cada ano, até a jornada máxima de trabalho ser registrada em 30 horas por semana. O objetivo da instituição deste subsídio está na razão de que o mesmo subsídio, referente à cobertura do custo de elevação nominal do salário mínimo, deve ser empregado de forma uniforme para a cobertura dos custos de contratação da maior parte dos trabalhadores, no que tange à redução de 1 hora de trabalho semanal, por ano, sem haver respectivas reduções nos salários. Isto se justifica, no primeiro plano, para evitar demissões e recontrações de novos trabalhadores caso o subsídio para o aumento do salário mínimo fosse pago exclusivamente para os empregadores que contratassem trabalhadores que recebessem o salário mínimo, e no segundo

plano, para incorporar o programa de ampliação do valor do salário mínimo de forma subsidiada à redução da jornada de trabalho de todas as categorias funcionais.

No caso brasileiro, como a Constituição Federal, de 5 de outubro de 1988, determina que a jornada de trabalho máxima é de 44 horas semanais, a redução será dada de 44 horas para 43 horas no primeiro ano, até atingir uma redução final de 31 horas para 30 horas de trabalho por semana, ao longo de 14 anos. O valor final do subsídio a ser concedido será o somatório dos valores dos subsídios concedidos nos últimos 14 anos, contabilizando-se a partir do primeiro reajuste, sob este regime de bonificação. Somar-se-á o valor do reajuste de cada ano ao somatório dos valores dos reajustes dos anos anteriores, perfazendo um subsídio final que incorpora um valor máximo correspondente aos valores acumulados dos subsídios dos últimos 14 anos. A partir do décimo quinto ano de concessão, deduzir-se-á o valor do primeiro ano do valor total. Repetindo-se indefinidamente este processo, de tal modo, a sempre deduzir o valor inicial quando a cada ano for acrescentado um novo reajuste do salário mínimo. A concessão deste subsídio será estendida a todas as esferas pública e privada, também englobando o regime público de previdência.

O impacto inicial do aumento do salário mínimo provoca atualmente uma elevação nos custos de produção que não é compensada (no primeiro momento) pela elevação da receita, a qual seria dada (num maior espaço de tempo) em função do crescimento da massa salarial. Pelo critério de reajuste atual (dependendo da magnitude, levando-se em conta a produtividade), ou podem ocorrer aumentos de preços, ou podem ocorrer demissões, como forma de manutenção das margens de lucro, sobretudo, em setores da economia com baixa produtividade. Do ponto de vista das finanças públicas, o maior entrave para haver um aumento significativo no salário mínimo está nos custos impostos ao custeio da Previdência Social, a qual se encontra regida sob as mesmas regras de contingenciamento orçamentário das demais esferas da Administração Pública.

No entanto, pelo critério de concessão deste subsídio, o aumento inicial do valor do salário mínimo se refletirá em acréscimos de custos a partir do décimo quinto ano, sendo amortecido ao longo deste período, não havendo a necessidade de repasses para os preços e nem de demissões, pois o aumento salarial do décimo quinto ano será acrescido ao valor do subsídio que estiver vigente, da mesma forma que ocorrera nos 14 aumentos anteriores que foram subsidiados.<sup>168</sup> O mesmo mecanismo de impedimento de geração de custos diretos em

---

<sup>168</sup> O programa de concessão de um subsídio conjunto para o aumento do salário mínimo e para a redução da jornada de trabalho em 1 hora semanal, por ano, visa a eliminar a hipótese da geração de inflação de custos a partir do aumento do salário mínimo e da redução da jornada de trabalho sem reduções dos salários. Da

função da variação do valor da força de trabalho se aplica para a questão da redução da jornada de trabalho semanal em 1 hora por ano, de todos os trabalhadores, sem haver reduções nos salários. Este regime de bonificação para a folha de pagamentos (referente ao subsídio dos aumentos do valor do salário mínimo dos últimos 14 anos, a contar do início da vigência do regime de bonificação, e da redução da jornada de trabalho de 44 horas semanais para 30 horas semanais) se enquadra numa espécie de “catching-up”<sup>169</sup> para a questão da participação do trabalho na distribuição funcional da renda, onde o Estado assume a missão de acelerar as etapas de crescimento da massa salarial, se antecipando ao crescimento da produtividade do trabalho para as faixas de menor rendimento, num movimento amortecedor dos custos de contratação e de manutenção dos níveis de emprego, sobretudo, para as pequenas unidades produtivas.

A redução final da carga horária semanal, de 44 horas para 30 horas, ao longo de 14 anos, representa um custo aproximado de 32% do valor da força de trabalho. Custo este, compensado pela extinção de todos os encargos sociais (inclusive sobre o faturamento), já no primeiro momento de vigência deste regime de bonificação e em seguida pela concessão do subsídio de modo uniforme a todo trabalhador registrado em todas as folhas de pagamentos. Um programa semelhante a este, que já vem sendo aplicado desde março de 2010, corresponde ao bônus concedido pelo governo norte-americano a todos os empregadores, no sentido de desonerar a folha de pagamentos da contribuição patronal de 6,25% para a contratação de trabalhadores que se encontravam até então desempregados, além disto, se o funcionário for mantido por pelo menos 1 ano, o empregador passará a receber um bônus fiscal de US\$ 1.000,00 por trabalhador mantido na empresa. A efetivação deste programa foi orçada em US\$ 15 bilhões em 2010, ano de seu lançamento (AGÊNCIA ESTADO, 2010).

A redução da jornada de trabalho já vem sendo observada nas últimas décadas, na economia brasileira, conforme os próprios dados do IPEA. Em 1988, a jornada média semanal de trabalho era de 44,1 horas, e em 2007 já era de 39,4 horas, apresentando uma queda de 10,7%. No mesmo período, o PIB cresceu 59,4%, a massa horária de trabalho 39,7%, e a produtividade do trabalho 14,1% (BRASIL. IPEA, 2009).

---

mesma forma, o programa de desoneração integral dos encargos sociais se enquadra no mesmo espectro de desonerações tributárias, se inserindo na mesma estrutura de reduções de custos para a esfera produtiva, neste caso, de custos referentes à contratação de trabalhadores.

<sup>169</sup> Os modelos de catching-up se cristalizaram como o processo de aceleração da industrialização de economias atrasadas a partir do planejamento pelo Estado. Toda essa atuação se baseou no chamado diagnóstico cepalino para a superação de fases de desenvolvimento por meio da participação do Estado na economia; com grande força nas décadas de 50, 60, e 70.

[...] Neste início de século XXI, a constituição da sociedade pós-industrial favorece a criação de melhores condições para todos e não seria absurda a diminuição do peso do trabalho para somente 5% do tempo total de vida de uma pessoa. Para tanto, o ingresso no mercado laboral deveria ser postergado para além dos 25 anos de idade e a jornada semanal deveria ser fixada em 12 horas. Embora isso seja tecnicamente possível, há uma enorme barreira atrelada à ignorância, à mesquinhez e à mediocridade histórica, que continua a impedir a consolidação de diversas modalidades emancipatórias da condição do trabalho humano. Ao mesmo tempo em que 1,5 milhão de clãs centraliza quase 2/3 da riqueza de todo o mundo concentradas pela unificação do poder econômico de um grupo de pouco mais de mil corporações transnacionais, as classes trabalhadoras continuam a ser condenadas à exclusiva luta pela sobrevivência (POCHMANN, 2009).

Para valores de 2013, na economia brasileira, se o valor do salário mínimo for aumentado de R\$ 678,00 para R\$ 778,00, o subsídio a ser pago para todos os empregadores, correspondente a cada trabalhador será de R\$ 100,00. No caso, a redução inicial da jornada de trabalho semanal, de 44 horas para 43 horas, é coberta no intervalo<sup>170</sup> que compreende o valor do novo salário mínimo (R\$ 778,00) até o valor pago para um salário de R\$ 4.400,00. Isto, porque o valor da hora de trabalho semanal reduzida, deste salário, compreendendo uma média de 4 semanas de trabalho por mês, equivale a R\$ 25,00, ou seja, 4 horas mensais reduzidas correspondem a R\$ 100,00. Nisto, a redução da jornada de trabalho do intervalo de faixas salariais mencionado é integralmente coberta pelo pagamento do subsídio de R\$ 100,00 ao empregador. Inclusive, a cobertura deste custo de redução da jornada de trabalho é mais do que compensada para os salários até o valor imediatamente inferior a R\$ 4.400,00, isto é, ao valor próximo de R\$ 4.399,99. Em todos estes casos, a diferença entre o custo da redução da jornada de trabalho e o valor do subsídio recebido, mais as desonerações tributárias dos encargos sociais sobre a folha de pagamentos funciona como uma espécie de “poupança” a mais para os empregadores, pois o amortecimento dos custos da variação do valor do salário mínimo e da redução da jornada de trabalho semanal, sem reduções dos salários, se estabelece sob a forma de um contrapeso que impedem quaisquer pressões no sentido de deflagração de uma “inflação de custos” proveniente de um quadro de “conflito distributivo de renda”.

Quanto maior for o aumento subsidiado do salário mínimo, sendo pago o valor do subsídio a todo empregador, correspondente a todos os trabalhadores, não apenas aos trabalhadores que recebem o salário mínimo, maior será a cobertura dos custos da redução de 1 hora de trabalho semanal de todos os trabalhadores, sem haver reduções dos salários. A cobertura de custos é ampliada para maiores faixas de salários, tendo o exemplo de um aumento do salário mínimo de R\$ 678,00 para R\$ 878,00. O subsídio de R\$ 200,00 abrange

---

<sup>170</sup> Instrumento impeditivo de deflagração inicial de aumentos de custos de produção em função da redução da jornada de trabalho sem reduções de salários.

um intervalo entre o novo salário mínimo (R\$ 878,00) até um valor pago para um salário de R\$ 8.800,00, em que a hora de trabalho reduzida, deste salário de R\$ 8.800,00, no valor de R\$ 50,00, ou seja, 4 horas semanais por mês equivalendo a R\$ 200,00. Isto é, o subsídio de R\$ 200,00 compete à cobertura do aumento do salário mínimo e compete à cobertura da redução da jornada de trabalho em 1 hora semanal para salários até R\$ 8.800,00. Somam-se a este processo de amortecimento de custos as já mencionadas desonerações sobre a folha de pagamentos, de modo concomitante ao início da vigência do programa de concessão deste subsídio. Pelo mesmo raciocínio, para um aumento do salário mínimo, de R\$ 678,00 para R\$ 978,00, o subsídio de R\$ 300,00 promoverá uma cobertura de uma faixa de salários desde o novo salário mínimo (R\$ 978,00) até o valor pago para um salário de R\$ 13.200,00. Deste valor de R\$ 13.200,00, a redução da jornada de trabalho em 1 hora semanal corresponde a R\$ 75,00, ou seja, R\$ 300,00 por mês. Este último valor de R\$ 300,00 para o subsídio do salário mínimo praticamente alcança as maiores faixas de salários da economia brasileira, sendo um ponto de partida recomendável para a instalação deste regime de concessão do subsídio, mitigando, de tal forma, toda espécie de pressão inflacionária, no que seria concebido como uma “suposta inflação de custos” derivada da variação positiva dos salários na economia, acima dos níveis observados da produtividade do trabalho.

Esta é a verdadeira ponte entre “moeda e produtividade”, dentro do processo de formação da poupança interna, no que tange à questão da variação dos salários. O subsídio atua como forma de antecipação, para a estrutura de custos de produção, da materialização do crescimento da produtividade do trabalho, em que tanto a variação do salário mínimo quanto a redução da jornada de trabalho em 1 hora semanal, sem reduções dos salários, para as faixas de salários cobertas pelo pagamento do subsídio, não produzem custos para a esfera produtiva, havendo, inclusive, uma cobertura de custos, para a maior parte das faixas de salários abrangidas, superior ao recebimento do valor do subsídio. O diferencial mencionado possibilita a “realocação” da força de trabalho ociosa sem geração de custos de contratação destes novos trabalhadores. Para o exemplo do subsídio de R\$ 100,00, o recebimento de R\$ 100,00 por trabalhador, para cada 10 trabalhadores, se possibilita a contratação de um novo trabalhador que receba R\$ 1.000,00, sendo que este mesmo trabalhador a ser contratado também representará a concessão de um subsídio de R\$ 100,00 para o empregador. A “realocação da força de trabalho” está inserida no processo dinâmico de “realocação de recursos ociosos”, dentro da própria lógica de “realocação da poupança interna”, em que transformações exógenas determinam transformações endógenas da economia.

O recebimento do subsídio é uma forma de capacitar a efetivação dos dissídios salariais, pois se por um lado o crescimento subsidiado do salário mínimo reduz as faixas salariais contabilizadas a partir do valor do salário mínimo, isto é, o valor do salário mínimo acaba por ultrapassar o valor de antigos pisos salariais<sup>171</sup>, por outro lado a extensão do recebimento do subsídio, pelos empregadores, é um elemento que permite tanto a contratação de novos trabalhadores, sem custos, para ocuparem parcialmente as horas reduzidas de trabalho, quanto o pagamento de dissídios salariais sem pressões de custos. A ponte entre moeda e produtividade, dentro da relação de causalidade entre investimento agregado e poupança agregada, se insere, no aspecto salarial, como o instrumento de fortalecimento da participação dos salários na distribuição funcional de renda com o propósito de mitigar o “conflito distributivo de renda”. A análise das condições do produto potencial e do balanço de pagamentos para a determinação do regime de bonificação para as folhas de pagamentos se faz com vistas à questão da “inflação de demanda” e não da “inflação de custos”, por ser esta última debelada pela própria extensão da cobertura do subsídio para a estrutura produtiva. De fato, a ampliação do regime de bonificação é um meio de expansão do próprio “produto potencial”, dado que a redução direta dos custos de produção é um meio imediato de “capacitação da expansão da oferta agregada”, em conjunto à institucionalização do crédito agrícola a juro, pela via do crédito público direcionado, proveniente dos recursos das Reservas Extra-Bancárias.

A inflação de demanda é que passa a ser o balizador de toda a determinação do regime de concessão do subsídio para o aumento do salário mínimo, conjugado à redução da jornada de trabalho sem reduções dos salários. Por tal razão é que o produto potencial e o balanço de

---

<sup>171</sup> “A fixação dos pisos salariais visa assegurar uma remuneração mínima para várias categorias profissionais que seja, em princípio, superior ao valor do salário mínimo elevando o patamar de remuneração dos trabalhadores e reduzindo o leque salarial nas empresas. A adoção de pisos também pode ajudar na redução da rotatividade da mão de obra, especialmente nos postos de trabalho de menor qualificação, uma vez que desestimula a dispensa de trabalhadores para substituí-los por outros com salários mais baixos. Além disso, o piso contribui para o incremento da massa salarial, para a ampliação do mercado de consumo interno e, conseqüentemente, para a sustentação do ritmo da atividade econômica. A política de valorização do salário mínimo não atua, portanto, em detrimento da negociação dos pisos salariais. Ao contrário, tal política tem forçado as empresas a acompanharem o reajuste do mínimo no momento em que negociam os pisos salariais de seus empregados. Ou seja, o valor nominal do salário mínimo é um parâmetro do qual não se pode escapar e que passou a orientar as decisões empresariais e as próprias estratégias sindicais. Mais ainda, o percentual de reajuste anual do salário mínimo pode se tornar uma referência nas negociações coletivas para a correção dos valores dos pisos, de forma a evitar que o valor nominal dos pisos se aproxime em demasia do salário mínimo. Se isso ocorrer e mantida a atual política de ganhos reais para o salário mínimo, é possível que, em médio prazo, ocorra uma melhoria nos valores nominais dos pisos salariais. Isto é, uma vez que as empresas absorvam a política de recuperação do salário mínimo, num contexto de crescimento econômico, pode ocorrer um gradativo descolamento entre este e o valor nominal dos pisos de seus empregados. As conseqüências desse movimento são incontestáveis sobre a ampliação da massa salarial da economia” (DIEESE, 2012, p.299, 300).

pagamentos é que se tornam as “variáveis chaves” de toda a estruturação do regime de finanças públicas instaurado pelo mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda. O ponto a ser frisado é que toda esta estrutura descrita é efetivada pelo mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda, isto é, não há expansão da oferta de moeda, mas um reaproveitamento da oferta de moeda que já está em circulação. Para uma mesma oferta de moeda, ao sancionar este regime de bonificação para os empregadores, se realocam recursos ociosos da economia na direção do sistema produtivo, cujas propensões a gastar/investir, é essencial para o dinamismo da economia, sobretudo, pelo crescimento do investimento agregado. De fato, tanto a ampliação da rede de serviços públicos, pelos gastos públicos e pelos investimentos públicos, quanto a aplicação do regime de bonificação para empregadores, condizente à reestruturação da determinação do valor do salário mínimo e da jornada de trabalho semanal, se refere a estruturas de redistribuição de renda sem haver expansões da oferta de moeda. São estruturas de efetivação de políticas de gastos e de investimentos públicos, dentro de uma estrutura de política monetária contracionista, sem haver “consideráveis efeitos multiplicadores de renda” em razão de sua execução, mas redistribuições da renda, que induzem ao crescimento pela via da solidificação de ganhos de produtividade, pela própria redistribuição original do acesso à oferta de moeda, a qual se mantém inalterada em relação a todas estas intervenções exógenas.

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

O ponto nevrálgico para o enfrentamento da redistribuição de renda na economia brasileira parte da questão da fixação do salário mínimo, por representar a faixa de renda com maior percentual de participação, tanto para o número de trabalhadores na ativa, quanto para o número global de aposentados cadastrados no INSS. O subsídio para o aumento do salário mínimo, sendo estendido a todos os trabalhadores empregados, não somente para o pagamento do salário mínimo, será o contraponto na questão da capacidade de negociação dos dissídios, por gerar uma relativa “sobra de caixa para as empresas”. O crescimento da massa

salarial vem a se expressar como resultado do crescimento econômico: maior crescimento, maior produtividade e maior capacidade de negociação dos dissídios.

[...] O crescimento da atividade econômica observado na última década, somado à queda do desemprego e das ocupações informais, gerou um cenário positivo para elevação da remuneração do trabalhador, que se deu, de um lado, pela dinâmica do mercado, mas também pelo resultado de negociações sindicais. Deve-se, ainda, destacar o papel da política de valorização do salário mínimo negociada entre o governo federal e as centrais sindicais, que atingiu de imediato a base de assalariamento brasileiro. Segundo o Anuário Estatístico da Previdência em 2010 (26.161.917), 60,3% recebiam um salário mínimo (MPS 2010). Como resultado geral desta dinâmica do mercado de trabalho, observou-se o significativo crescimento da massa salarial que também foi reforçada pelos programas de proteção social. Criou-se, assim, um ambiente econômico marcado pelo fortalecimento e expansão do mercado interno que se tornou um dos instrumentos de sustentação do crescimento econômico do período (DIEESE, 2012, p.97).

A diferença quanto à questão da instalação deste regime de bonificação para subsidiar o crescimento do salário mínimo e a redução da jornada de trabalho de todos os trabalhadores, em relação ao crescimento da massa salarial como resultado do crescimento econômico, é que o crescimento da massa salarial, advindo da instalação do subsídio para o aumento do salário mínimo, é um crescimento *exógeno*, determinado pela injeção de gastos públicos sob a forma de subsídios, com a ressalva de não haver expansão na oferta de moeda e quaisquer formas de descontroles inflacionários, ao contrário, havendo redução direta dos custos de produção e respectiva ampliação do produto potencial de toda a economia. O subsídio para o crescimento do salário mínimo, por conseguinte da massa salarial, faz inverter a lógica básica de crescimento da participação dos salários<sup>172</sup> na distribuição funcional da renda, até então vigente. A partir da instalação desta estrutura de subsídios para o salário mínimo e para a redução da jornada de trabalho, o crescimento da massa salarial, mesmo acima do crescimento da produtividade, tendo em vista o crescimento do salário mínimo sob a forma de subsídio, representa uma lógica dinâmica de crescimento que se “adianta ao crescimento da produtividade” e que se torna motor, em si, desse mesmo crescimento da produtividade em

---

<sup>172</sup> “O crescimento econômico verificado nos anos 2000, por sua vez, está diretamente relacionado com a expansão do mercado consumidor interno, impulsionado, nos últimos anos, pela política de valorização do salário mínimo, pela política de transferência de renda para os mais pobres e pela expansão do crédito. Outra dimensão importante desse padrão baseado no mercado interno é o impacto positivo e relativamente equilibrado na ampliação de todos os segmentos da economia como a indústria, o comércio, serviços, construção civil e outros. Em uma economia em que a dinâmica é liderada pelo consumo de massa e por investimentos em infraestrutura, a recuperação do emprego, em um primeiro momento, ocorre em setores em que os salários médios são mais baixos (como comércio e construção civil). Numa segunda etapa, essa recuperação se dá em algumas áreas específicas onde há carência de mão de obra (setores especializados, engenharia etc.) Em seguida, esse processo se generaliza entre os diversos setores, com melhoria geral do mercado de trabalho e reflexo positivo nas negociações salariais, realizadas em um ambiente de livre negociação e de crescimento econômico” (DIEESE, 2012, p.16).

termos globais, pois a base de salários da economia passa a se inserir num novo patamar de consumo, dadas inclusive as desonerações tributárias sobre o valor agregado, sem estar vinculado a pressões de custos.

O favorecimento das condições de oferta (sem haver pressões de custos salariais, desonerações tributárias e crédito público direcionado para a oferta agrícola), com respectivas melhoras das elasticidades-preço de oferta, se insere num processo de inserção social das massas de trabalhadores, pelo lado da demanda. A busca pela ampliação da receita gerada pelo crescimento do volume de vendas, para as faixas de renda mencionadas, supera toda forma de “pressão inflacionária pelo lado a inflação de demanda”, impedindo repasses aos preços por conta do crescimento da massa salarial. A mudança dos patamares das receitas de vendas alcançadas, para setores que envolvem milhões de consumidores, possui extrema sensibilidade à fixação dos preços dos itens que compõem a cesta de consumo dos segmentos de renda em questão. Disto decorre a maior relevância das “elasticidades”, pois quanto maior for o leque de consumidores incorporados ao espectro de consumo de um bem, maior será a sua elasticidade, seja elasticidade-renda, seja elasticidade-preço.

[...] Mecanismos institucionais, como a imposição do salário mínimo como menor contrapartida remuneratória permitida em uma relação de emprego, também afetam a distribuição de renda em um país. O processo de aumento do valor real do salário mínimo desde 1995, acelerado a partir de 2004, tem sido apontado como mecanismo de redução da amplitude do leque salarial (ver, por exemplo, NEDER e RIBEIRO, 2009; DIAS, 2008; e FIRPO e REIS, 2007). Ademais, a valorização do mínimo conjugou-se com as lutas sindicais pela fixação e aumento dos pisos estaduais e dos pisos de categorias para elevar os salários de base da economia brasileira. O processo recente de elevação do valor real do mínimo está associado à redução da desigualdade de renda no país, seja na perspectiva da distribuição de rendimentos do trabalho ou na da renda domiciliar *per capita*. Como o salário mínimo estabelece o piso dos benefícios previdenciários e dos Benefícios de Prestação Continuada (BPC) da Assistência Social, o poder do mínimo na promoção da equidade é potencializado, alcançando além do mercado de trabalho. A simples manutenção das políticas sociais implantadas ao longo da década de 2000 não será capaz de continuar desconcentrando a renda no país em ritmo semelhante ao recente, mesmo com a garantia de valorização do salário mínimo até janeiro de 2015 (condicionada ao crescimento do PIB, conforme a Lei nº 12.382/2011). Tampouco o provável crescimento econômico dos próximos anos, por si só, promoverá a melhoria do perfil distributivo do país. É necessário, então, elaborar e implantar novas políticas e medidas que promovam a continuidade do processo de conquista da equidade (DIEESE, 2012, p.340-350).

Com a instalação do regime de finanças públicas sob a moeda autônoma do Estado, com a criação e destruição automáticas de moeda, seria possibilitada a unificação do regime geral da previdência (INSS) com os regimes de previdência do funcionalismo público da União, dos estados e dos municípios. O custeio de toda a previdência passa a ser feito pelos recursos autônomos, gerenciados pelas Reservas Extra-Bancárias. Por tal razão, se faz a

extinção da cobrança de todos os encargos sociais sobre a folha de pagamentos, incluindo as contribuições referentes aos fundos parafiscais, como o PIS-PASEP, e o FGTS, os quais serão também incluídos no custeio pelos recursos autônomos. Permanecem, entretanto, os depósitos do FAT<sup>173</sup> (Fundo de Amparo ao Trabalhador) sob os mesmos percentuais, com a diferença de que os depósitos partirão das Reservas Extra-Bancárias, todavia permanecendo a instituição do fundo, com suas funções originais procedendo do mesmo modo em relação aos depósitos para o FGTS (Fundo de Garantia por Tempo de Serviço). As contribuições individuais para a previdência passam a ser reduzidas de 11%, para 3% do salário (incluindo também os trabalhadores autônomos), sendo integralmente transferidas para as contas do FGTS, cujos depósitos mensais efetuados pelos trabalhadores serão as bases de cálculo para a apuração do valor das aposentadorias, conforme as regras vigentes, a disponibilidade dos trabalhadores para a efetivação dos saques dos saldos do FGTS.

O tempo de contribuição exigido para a concessão de benefícios é reduzido, em pelo menos 5 anos, tanto para as aposentadorias de homens quanto para as aposentadorias de mulheres, se instituindo como um ponto de partida para a redução da oferta de trabalho.<sup>174</sup> A expansão e a solidificação do mercado consumidor, pela ampliação das concessões dos benefícios de aposentadorias e pelo crescimento da participação do trabalho na renda agregada, a partir das faixas de menores rendimentos, têm como metas a redução gradual da oferta de trabalho e a constituição de um estabilizador automático de renda, através destas novas aposentadorias e dos novos empregos a serem criados pela substituição natural das antigas vagas dentro do mercado de trabalho. Pretende-se, com este sistema, estabelecer um acelerador para a taxa de renovação da força de trabalho, o qual se institui como um dos principais instrumentos de distribuição de renda.

---

<sup>173</sup> “Mesmo após a promulgação da Constituição, em 5 de outubro de 1988, o Estado ainda era o único responsável pela liberação dos recursos para o pagamento do seguro-desemprego, o que limitava a abrangência da proteção aos desempregados. Somente em 1990, com a instituição da Lei nº 7.988, é que se regulamentaria o programa do seguro-desemprego e do abono salarial, constituindo-se o FAT. As fontes do FAT são: arrecadação através das contribuições do PIS/PASEP, retornos das aplicações destinadas a programas de desenvolvimento econômico repassadas ao BNDES e remuneração de depósitos especiais junto aos agentes financeiros federais e Banco Central. Os fluxos básicos de saídas de recursos do FAT são: transferências ao BNDES (40% da arrecadação das contribuições são destinadas para o PIS/PASEP), pagamento do seguro-desemprego, pagamento do abono salarial, aplicações nos depósitos especiais, despesas como SINE, despesas operacionais e reserva mínima de liquidez. Para gerir os recursos do FAT foi criado o Conselho Deliberativo do Fundo de Amparo ao Trabalhador (Codefat), órgão tripartite e paritário, composto por quatro representantes dos trabalhadores, quatro dos empresários e quatro do governo. Essa composição tem permitido uma administração mais transparente e democrática dos recursos, além de exigir o compromisso da sociedade na tarefa de definir prioridades para o uso do dinheiro público” (DIEESE, 2001, p. 266-267).

<sup>174</sup> A instalação de um amplo regime de transferências é um dos pressupostos essenciais do funcionamento de todo este sistema baseado nos recursos autônomos, em que a maior renovação da força de trabalho produz um movimento de geração de empregos, e, acima de tudo, de redistribuição de renda.

Reduzir a oferta de trabalho e de forma paralela expandir a demanda agregada, atrelada a expansões da oferta agregada, visa a enfrentar a questão do desemprego não apenas do lado conjuntural, mas do lado estrutural<sup>175</sup>. É obrigatório considerar os avanços da tecnologia e os respectivos empregos que virão a ser destruídos em função desta. A antecipação das aposentadorias será uma das principais válvulas de ajuste na questão da reestruturação do mercado de trabalho a partir da redução da oferta de trabalho, ao se tornar um “motor” para o cumprimento da legislação trabalhista em que a demanda por contratação de mão de obra vem a se inserir justamente numa também nova realidade de progressivo enxugamento da oferta de trabalho via antecipação das aposentadorias. De fato, num primeiro momento haverá um movimento de contratações como consequência da extinção dos encargos sobre a folha de pagamentos, repercutindo num “boom” de formalização do mercado de trabalho, isto é, haverá um movimento inicial de redução de custos de contratação, o que induzirá a formalização dos trabalhadores já empregados até então de maneira informal, sobretudo em micro<sup>176</sup>, pequenas e em médias empresas.

---

<sup>175</sup> “O envelhecimento populacional, combinado à elevação do poder aquisitivo do salário mínimo, exigirá atenção permanente para o financiamento da Seguridade Social Brasileira. O imperativo de desconcentração de renda impede que se abra mão dos aumentos reais do salário mínimo, da sua instituição como piso dos benefícios da Previdência e da Assistência, e de outras garantias da Seguridade, o que impõe que se continue garantindo a sustentação financeira da rede de proteção social. De toda forma, faz-se necessário, pelo menos, reduzir a regressividade da estrutura tributária brasileira. Diminuir os impostos sobre o consumo, em especial aqueles sobre bens de consumo de massa, e taxar mais a propriedade e os rendimentos do capital contribui para tornar o sistema tributário mais justo e adequado ao financiamento das tarefas que o Estado terá que assumir” (DIEESE, 2012, p.353).

<sup>176</sup> “Em virtude das significativas transformações por que passam os pequenos negócios, fruto das alterações no quadro geral da economia e da sociedade brasileira, urge recompor o conjunto de políticas públicas específicas para esse segmento de mercado de trabalho. De um lado, devido à herança do quadro econômico e social desfavorável dos anos oitenta e noventa, responsável pela ampliação do papel dos pequenos negócios no abrigo do excedente da força de trabalho na forma de atividades laborais voltadas a diferentes estratégias de sobrevivência (produção, vendedores ambulantes, prestadores de serviços de qualquer natureza; inclusive ilegais). O resultado foi o menor desemprego aberto no País, embora ocorresse o rebaixamento do nível de rendimento geral dos ocupados e a precarização dos postos de trabalho. Cabe destacar, contudo, que o forte ritmo na geração de novos postos de trabalho nos pequenos negócios ocorreu diferenciadamente em termos de proteção social e trabalhista. Para cada grupo de dez postos de trabalho abertos pelos pequenos negócios, somente quatro foram protegidos pela legislação trabalhista em vigor entre os anos de 1989 e 2008. Por isso, a presença de ocupações precárias e de baixa remuneração continua a ser um dos problemas estruturais que atingem os pequenos negócios no Brasil. Em se mantendo a mesma taxa média anual de formalização nos postos de trabalho nos empreendimentos com até 10 ocupações (5,3%), o Brasil poderá deter, em 2020, 61,1% do total das vagas ainda sem proteção social e trabalhista. Em síntese, há possibilidade de geração de cerca de 19,3 milhões de novas ocupações no setor não agrícola até 2020, sendo mais da metade de responsabilidade dos empreendimentos de até 10 ocupados. Desse universo, somente 5,7 milhões poderão ter alguma forma de proteção social e trabalhista. Diante disso, o Brasil precisa rever o papel do conjunto das políticas públicas voltadas aos empreendimentos com até 10 ocupados. A reordenação das políticas macroeconômicas e sociais capaz de atender à plenitude das especificidades dos pequenos empreendimentos constitui o desafio inadiável em termos de escala e orientação de ações coordenadas no campo tributário, creditício, comercial, tecnológico e assistência técnica, previdência social, formação e qualificação de mão de obra e relações de trabalho” (POCHMANN, 2011, p.141-142).

O gerenciamento do programa de bonificação para o aumento do salário mínimo e para a redução da jornada de trabalho possui uma dimensão diferente do programa de empregador de última instância, elaborado por Randall Wray (2003 [1998]), embora ambos os programas visem o estabelecimento de mecanismos de promoção de pleno emprego. A estrutura de “empregador de última instância” esboçada por Randall Wray se pauta na capacidade do Estado poder empregar qualquer cidadão até o ponto em que se igualam “o déficit do governo e a poupança nominal líquida”, dado que para isto o Estado tem o poder de emitir “moeda fiduciária” para cobrir a referida diferença entre a “poupança nominal líquida e o déficit do governo”, pela justificativa de que a economia se encontra abaixo do pleno emprego.

[...] Contanto que a moeda seja uma moeda fiduciária, o governo não se defronta com nenhuma restrição ‘financeira’. Vinculamos a existência de desemprego a um desejo por poupança nominal líquida que excedeu ao déficit do governo. O governo pode com segurança aumentar seu dispêndio, mantendo os tributos constantes, até o ponto em que o déficit iguala a poupança nominal líquida desejada num equilíbrio com desemprego zero. Se, por exemplo, a poupança nominal líquida desejada excedeu a poupança nominal líquida efetiva e o déficit, isto se refletiria numa redução deflacionária do dispêndio privado e do emprego, levando o déficit a aumentar (mediante dispêndio do empregador de última instância), e aumentando a poupança nominal líquida efetiva até que tenha subido para se igualar à poupança nominal líquida desejada. Se, entretanto, a poupança nominal líquida desejada fosse menor que a poupança nominal líquida efetiva, o dispêndio privado e o emprego aumentariam, reduzindo o emprego básico no setor público e o dispêndio do empregador de última instância, levando o déficit e a poupança nominal líquida efetiva a cair até que se igualassem à poupança nominal líquida desejada. O programa de empregador de última instância, assim, comunica um grande grau de estabilidade ao dispêndio agregado e ao emprego, atuando como um poderoso estabilizador automático – muito mais poderoso do que os programas prévios como compensação por desemprego e dispêndio de ajuda a famílias com crianças dependentes, que não foram desenhados para permitir que o dispêndio governamental ‘flutue’ suficientemente para eliminar todo o desemprego involuntário (WRAY, 2003, p.162-163).

Na estrutura do regime de bonificação do aumento do salário mínimo e da redução da jornada de trabalho, pela teoria da realocação da poupança interna, toda a concessão destes subsídios e o regime de previdência pública são englobados na contabilização dos gastos públicos, custeados pelo mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda, sob a instituição das Reservas Extra-Bancárias. A determinação da demanda agregada, pela via dos gastos públicos, originada do crescimento da massa salarial, em função do aumento do salário mínimo, e da ampliação das concessões das aposentadorias se incorpora à determinação da demanda agregada pelos demais gastos públicos e pelos investimentos públicos. No entanto, o efeito do subsídio em foco tem muito mais alcance sobre a oferta agregada, pela compensação mais que proporcional para os empregadores dos custos de reduções da jornada de trabalho

em 1 hora a cada ano, sem haver reduções de salários, acoplada às desonerações tributárias. O equilíbrio macroeconômico alcançado pela teoria da realocação da poupança interna, entre investimento agregado e poupança agregada, é dado de forma *endógena*, pelos desígnios de expansão do investimento privado e da poupança privada, após as intervenções exógenas, integradas do Tesouro Nacional com o Banco Central.

[...] Há uma possibilidade de aumentar a remuneração dos trabalhadores com baixa remuneração por meio de subsídios ao trabalho. Tal expansão ocorre sem concomitantes elevações no custo da mão de obra para os empresários, tornando possível, dessa forma, aumentar a remuneração dos trabalhadores com baixa qualificação acima do nível da produtividade do trabalho. Este é o caso do Abono Salarial e do Salário-Família. Embora estas duas últimas estratégias demonstrem como a remuneração dos trabalhadores pouco qualificados pode ser elevada sem correspondentes aumentos na produtividade, seu uso isolado pode ter eficácia dinâmica limitada. Isso porque, em um determinado momento, a remuneração atingirá o valor da produtividade do trabalho e os recursos públicos para subsídios à remuneração dos trabalhadores pouco qualificados atingirá seu teto, não sendo possível, assim, haver crescimento na remuneração desses trabalhadores sem aumentos na produtividade. Logo, é necessário que aumentos contínuos na remuneração dos trabalhadores induzam uma maior produtividade (via maior autoestima e melhores condições de vida do trabalhador). Do contrário, os programas de valorização do salário mínimo e de subsídios ao trabalho, como o Abono Salarial e o Salário-Família, não serão capazes de promover aumentos sistemáticos na remuneração desses trabalhadores. Praticamente todos os países desenvolvidos fornecem algum tipo de subsídio à inserção desses trabalhadores no mercado de trabalho com vistas a fomentar a renda de suas famílias e reduzir desigualdades. Exemplos típicos são o Earned Income Tax Credit – EITC americano, o Working Tax Credit – WTC do Reino Unido e o Independent Earned Tax Credit da Nova Zelândia. A maior parte dos países da OCDE possui programas deste tipo. Estes programas constituem-se num crédito, pago com recursos públicos, por hora trabalhada, aos trabalhadores com baixa remuneração. São, na verdade, um incremento ao valor pago pelos empregadores aos trabalhadores em questão. Ao menos dois programas brasileiros têm essa natureza, embora nem sempre sejam reconhecidos como tendo este objetivo. Trata-se do Abono Salarial e do Salário-Família. A despeito das diferenças no desenho dos dois programas (como fonte de pagamento, momento do pagamento, valor do benefício), eles apresentam, em comum, as seguintes características: i) proporcionam ganhos adicionais pagos com recursos públicos a trabalhadores que efetivamente estiverem empregados num dado período de referência e ii) dirigem-se, basicamente, ao mesmo público: empregados formais com baixa remuneração (baixa qualificação) (BRASIL. IPEA, 2013, p. 61-63).

Toda a destinação de recursos, gerados pela criação e destruição automáticas de moeda, para fins de concessão de subsídios, aposentadorias, crédito público direcionado e demais gastos públicos e investimentos públicos, é regida dentro de uma estrutura de política monetária contracionista, ao contrário da utilização direta de emissão de moeda, sem haver a respectiva retirada automática de circulação (destruição automática), do modelo de empregador de última instância de Randall Wray, cuja drenagem da moeda injetada só será efetivada por meio da tributação de recursos de mesmos valores. O equilíbrio gerado pela teoria da realocação da poupança interna consiste apenas no equilíbrio fiscal permanente, com

a regra de que para todo investimento público se faz uma poupança pública, de mesmo valor, de modo automático à sua execução, da mesma forma de que para todo gasto público se faz uma receita pública, de mesmo valor, também de modo automático à sua execução. A dimensão do termo assumido “realocação da poupança interna” está na condição de que o investimento público é o motor condutor da demanda efetiva, e que por gerar uma “poupança pública” como “excedente”, para o Estado, “de mesmo valor do investimento público realizado”, através da destruição automática de moeda, para posterior reutilização destes recursos sob a forma de novos investimentos públicos é que se instala o regime de realocação da poupança interna.

A consideração sobre a realocação da poupança interna é dada a partir da reutilização da moeda destruída, que se estabeleceu sob a forma de excedente, de mesmo valor da moeda anteriormente injetada, e determina não apenas a execução de um novo investimento público através de um valor equivalente que fora retirado da circulação monetária no mesmo instante da execução inicial do investimento público. A realocação da poupança interna também é capaz de condicionar toda a estrutura de determinação da poupança interna (pública e privada), sobretudo, com ênfase na expansão do produto agregado que é potencializada com a “realocação de recursos ociosos”, vide exemplo a própria “realocação da força de trabalho desempregada”. Nesta esfera do equilíbrio fiscal permanente, dentro de uma estrutura de política monetária contracionista, balizada pelos limites da economia real, dados pelo produto potencial e pelo balanço de pagamentos, é que está inserida toda a estrutura de gastos públicos correspondentes à concessão do regime de bonificação para o aumento do salário mínimo e para a redução da jornada de trabalho, sem reduções de salários.

Até a própria Economia Política Clássica, na figura emblemática de “Adam Smith”, reconhece, ao contrário da economia neoclássica, a necessidade de se elevar primeiro os salários para poder extrair maiores níveis de produtividade; ao contrário de se atribuir o nível vigente de remuneração à respectiva “produtividade marginal do trabalho”. Tal constatação se assemelha à formulação novo-keynesiana do conceito de “salário eficiência”. Conceito este que estabelece a manutenção (rigidez) do salário real como um parâmetro de comprometimento para o trabalhador quanto à questão da qualidade desempenhada em sua função, dado que a redução do salário real traria repercussões no que tange à queda da produtividade do trabalho. Um dos objetivos de obtenção de ganhos de produtividade pela teoria da realocação da poupança interna diz respeito ao que a própria “escola neoclássica” costuma se referir como sendo o “crescimento do capital humano como decorrência do incremento dos investimentos públicos em áreas como educação, saúde e saneamento”.

[...] Os salários representam o estímulo da operosidade... Meios de subsistência abundantes aumentam a força física do trabalhador, e a esperança confortante de melhorar sua condição e talvez terminar seus dias em tranquilidade e abundância o anima a empenhar suas forças ao máximo. Portanto, onde os salários são mais altos, sempre veremos os empregados trabalhando mais ativamente, com maior diligência, e com maior rapidez do que onde são baixos....*Adam Smith* (KERSTENETZKY, 2006, p.423).

A diferença notória entre a teoria da realocação da poupança interna em relação à escola neoclássica e a escola novo-keynesiana é que para a teoria da realocação da poupança interna a geração de ganhos de produtividade está diretamente ligada à estrutura dinâmica, *endógena*, de crescimento econômico que visa à expansão da participação do trabalho na distribuição funcional de renda. A mudança dos percentuais de participação dos fatores de produção, no curto prazo, não está vinculada à geração direta de custos de produção por força da atuação do subsídio mencionado anteriormente e de toda a estrutura propulsora de geração de ganhos de produtividade. A relação causal entre moeda e produtividade, dentro da relação causal investimento agregado e poupança agregada, tem como um dos seus papéis-chave a capacitação do crescimento da participação do trabalho na repartição da renda agregada, de modo que o crescimento percentual da massa salarial ocorra de forma mais que proporcional ao crescimento do excedente operacional bruto, dentro de uma estrutura dinâmica de repartição da renda. Isto é, o crescimento da massa salarial não implica na redução dos “lucros nominais” tanto no curto como no longo prazo, mas do crescimento desta de forma induzida pelo subsídio a todos os trabalhadores empregados, pela recontração progressiva da força de trabalho ociosa e pela ampliação da capacidade de negociação dos dissídios em razão da verificação dos maiores níveis de produtividade, dada toda a estrutura de crescimento induzida.

Para Keynes (1982 [1936]), o balizamento entre a capacidade de crescimento da produtividade e a variação dos custos de produção, no longo prazo, é o referencial para a estabilidade de preços, sendo a “unidade de salários” a principal variável indicativa de “unidade de custos” em análise. Conclui-se que a aplicação do subsídio para o aumento do salário mínimo e da redução da jornada de trabalho é um perfeito mitigador de um possível retardamento da geração de ganhos de produtividade, a qual se encaixa como elemento compensador da variação de custos. A ponte entre “moeda e produtividade”, dentro da relação causal “investimento agregado e poupança agregada”, é o instrumento impeditivo de propagação de “custos inflacionários” em relação às dúvidas, assim expostas por Keynes, quanto à “rapidez” da variação dos salários frente às estruturas de custos de produção.

[...] A relação existente, a longo prazo, entre a renda nacional e a quantidade de moeda dependerá das preferências pela liquidez. E a estabilidade dos preços em período longo dependerá da rapidez com que a unidade de salários (ou mais precisamente, a unidade de custos) tende a crescer comparativamente à eficiência do sistema produtivo (KEYNES, 1982, p.240).

Com relação à em Marx (1996), o subsídio construído pela teoria da realocação da poupança Interna atua na determinação de uma ponte entre o “trabalho não-pago” e o “trabalho pago”. A velocidade de geração e de transferência de trabalho não-pago para os capitalistas, assim definidos, por Marx, é a situação pela qual se verifica a capacidade de que qualquer acréscimo de trabalho pago venha a resultar em aumento do salário. Por crescimento considerável do trabalho não-pago se define o incremento acelerado da produtividade, resultando numa maior parcela de “mais-valia”, ou também vista como maior proporção de “trabalho excedente” em relação ao “trabalho necessário” à reprodução do valor da força de trabalho. É a situação em que os salários nominais crescem, dentro de uma estrutura de crescimento considerável da produtividade do trabalho, na qual mesmo havendo a expansão dos salários, ocorre a queda da participação do trabalho na distribuição funcional da renda.

[...] A lei da produção capitalista, que subjaz à pretensa ‘lei natural da população’, redonda simplesmente nisso: a relação entre capital, acumulação e taxa de salário não é nada mais que a relação entre o trabalho não-pago, transformado em capital, e o trabalho adicional necessário à movimentação do capital adicional. Não é, portanto, de modo algum uma relação de duas grandezas independentes entre si, por um lado a grandeza do capital, por outro o tamanho da população trabalhadora, mas é, em última instância, muito mais a relação entre o trabalho não-pago e o trabalho pago fornecido pela classe trabalhadora. Se cresce a quantidade de trabalho não-pago fornecido pela classe trabalhadora e acumulada pela classe capitalista de modo suficientemente rápido para só com um acréscimo extraordinário de trabalho pago poder transformar-se em capital, então o salário sobe e, permanecendo tudo mais constante, o trabalho não-pago diminui proporcionalmente. Mas, assim que essa diminuição atinge o ponto em que o mais-trabalho, que alimenta o capital, já não é mais oferecido na quantidade normal, então ocorre uma reação: uma parte menor da renda é capitalizada, a acumulação se desacelera e o movimento ascendente do salário sofre um contragolpe. A elevação do preço do trabalho permanece, portanto, confinada em limites que não só deixam intocados os fundamentos do sistema capitalista, mas também, asseguram sua reprodução em escala crescente. A lei de acumulação capitalista, mistificada em lei da natureza, expressa, portanto, de fato apenas que sua natureza exclui todo decréscimo no grau de exploração do trabalho ou toda elevação do preço do trabalho que poderia ameaçar seriamente a reprodução continuada da relação capital e sua reprodução em escala sempre ampliada. Nem poderia ser diferente num modo de produção em que o trabalhador existe para as necessidades de valorização de valores existentes, ao invés da riqueza objetiva existir para as necessidades de desenvolvimento do trabalhador (MARX, 1996, Volume I, Tomo II, p.252-253).

O trabalho não-pago, transferido em maior velocidade ao capital, neste caso, vem a ser absorvido pelo capital sob a forma do subsídio estabelecido pela teoria da realocação da

poupança interna. A diferença quantitativa, no primeiro momento, na mensuração do trabalho não-pago se dá através do valor do subsídio recebido pelo capitalista, ao invés de haver um acréscimo de horas trabalhadas, no que seria dada pela ampliação da extensão da jornada de trabalho, ou ao invés de haver uma maior quantidade de produção realizada por cada trabalhador, no que seria dada pela ampliação da intensidade do trabalho. Neste mesmo primeiro momento mencionado, o valor recebido como subsídio junto com as desonerações tributárias já promovem, por antecipação, uma “sobra de caixa” que pode ser alocada sob a forma de poupança ou sob a forma de investimentos, dadas as opções de rentabilidade em questão, para cada empresa.

A situação inicial do ponto de vista da repartição da renda é a seguinte: os capitalistas têm seus custos de produção, dos custos de produção vinculados à força de trabalho, reduzidos pelas desonerações tributárias sobre a folha de pagamentos (fora as reduções de custos de produção decorrentes das demais desonerações tributárias) e reduzidos pelo efeito de compensação mais que proporcional realizado pelo recebimento do subsídio para o aumento do salário mínimo e para a redução da jornada de trabalho semanal, de todos os trabalhadores, em 1 hora, sem reduções dos salários.

O melhor exemplo desta compensação de custos está no aumento subsidiado do salário mínimo, sendo o valor do subsídio, recebido de maneira uniforme para todos os trabalhadores empregados, em que o valor em questão corresponde ao valor acumulado dos últimos 14 anos de aumentos subsequentes, contados a partir da data de vigência do primeiro aumento subsidiado. A massa salarial e a respectiva participação percentual na renda agregada são ampliadas a cada ano por efeito conjunto do aumento do valor do salário mínimo, de forma subsidiada, da redução da jornada de trabalho em 1 hora semanal (até que a redução alcance o total de 30 horas semanais, ao longo de 14 anos, para o caso brasileiro), da redução do tempo de contribuição para a concessão de aposentadorias (tendo efeito direto na redução da oferta de trabalho, com a também ampliação da demanda de trabalho, por necessidade de reposição das vagas resultantes das antecipações de aposentadorias), da ampliação dos postos de trabalho em razão da execução dos investimentos públicos e da ampliação dos níveis de produtividade da economia. Os ganhos de produtividade gerados pela indução ao aumento da produção, sem custos diretos momentâneos para a variação do valor dos salários, somado a todo o espectro de desonerações tributárias, permitem a negociação dos dissídios salariais sob condições favoráveis ao emprego e à renda, em que o valor recebido pelo subsídio atua acoplado à produtividade do trabalho, para permitir a expansão dos salários sem quaisquer reduções nos lucros nominais das empresas.

O crescimento da participação dos salários na renda funcional, por todos os mecanismos descritos, promove um crescimento da demanda de trabalho em relação à oferta de trabalho sem implicar em pressões diretas de custos que venham a refletir na redução dos “lucros nominais”. Os lucros nominais, por razão óbvia de todas as transformações endógenas da economia, são expandidos como reflexo natural do crescimento econômico, onde a expansão das receitas advém de um processo de crescimento do produto agregado, se observando maiores quantidades produzidas e comercializadas. As mudanças de custos na passagem entre estágios de produção não incorre no achatamento dos lucros nominais, pois o maior nível de demanda agregada é sempre acompanhado de antecipações compensatórias de custos, as quais permitem a observância de maiores volumes de vendas sem estarem dependentes de variações de custos provenientes da esfera do trabalho. A expansão da base de menores rendimentos do trabalho depende de forma muito tênue das receitas geradas na produção, por se vincular majoritariamente à cobertura do subsídio custeado pela moeda autônoma do Estado.

O trabalho não-pago, conceituado por Marx, adquire sua forma de transferência para o capital, com a diferença de não estar atrelado ao achatamento da participação dos salários na distribuição funcional da renda. Na estrutura da teoria da realocação da poupança interna, ao contrário da descrição de Marx, os salários sobem e a participação da massa salarial na distribuição funcional da renda também sobe, tanto pelo crescimento dos salários dos trabalhadores empregados, quanto pelo nível crescente de empregabilidade. O crescimento da produtividade do trabalho se insere em todo o leque de geração de ganhos de produtividade, atuando na capacitação da ampliação das negociações de dissídios e na mitigação de pressões inflacionárias. O ponto crucial está na questão do crescimento da massa salarial ser dado de forma mais que proporcional ao crescimento do excedente operacional bruto, por haver o crescimento dos gastos públicos sob a forma dos subsídios aqui mencionados, que se institui como um amplo programa de transferências de renda, de forma dinâmica, isto é, não vinculada ao que seria uma redistribuição forçada de renda, de modo estático, em que aumentos salariais seriam convertidos em achatamentos de margens de lucros e em aumentos compensatórios de preços, dentro de uma conjuntura de “conflito distributivo de renda”.

A mitigação do conflito distributivo de renda, para a variação dos salários com a respectiva ampliação da participação funcional da renda, por meio da ponte construída entre “moeda e produtividade” pela teoria da realocação da poupança interna, indica que a amplitude dos subsídios concedidos a todos os empregadores para o pagamento dos salários de todos os trabalhadores institui a redistribuição do acesso a oferta de moeda, dos agentes de

menores propensões a gastar/investir para os agentes de maiores propensões a gastar/investir. O ajuste macroeconômico em foco, por não existir a tributação como instrumento de criação dos recursos públicos e como instrumento de vazamento de renda, é dado de forma direta pela compressão sobre a liquidez, pela recomposição do acesso interno à quantidade de moeda que já está em circulação, sem expandi-la por qualquer motivação de ordem exógena. A instituição deste amplo regime de bonificações é um instrumento de redução direta de custos e de indução ao crescimento da produtividade, em termos agregados, no momento em que o crescimento do valor anual do subsídio analisado é um meio de expandir a demanda de trabalho. Mesmo que a compensação de custos da redução da jornada de trabalho, para o empregador, seja dada de forma mais que proporcional à maior parte dos salários pagos, cobertos pelo subsídio, este próprio mecanismo, que “aparentemente” baratearia a contratação de novos trabalhadores, é um mecanismo de expansão da demanda de trabalho. No entanto, o nível de ocupação da força de trabalho passará a gravitar em torno do pleno emprego. É exatamente este o cumprimento do papel do subsídio para a folha de pagamentos, construído pela teoria da realocação da poupança interna.

Os ajustes progressivos entre a demanda de trabalho e a oferta de trabalho, dentro de uma estrutura de pleno emprego, deixam de ter repercussões inflacionárias por haver a ação conjunta do crescimento da produtividade do trabalho, para sancionar os aumentos de salários sem aumentos de custos e do recebimento do subsídio, que ao mesmo tempo em que impede a materialização de custos decorrentes dos aumentos do salário mínimo, durante 14 anos, se estabelece como atenuador mais que proporcional aos custos gerados, para o pagamento da maior parte dos salários na economia, pela redução da jornada de trabalho semanal em 1 hora, ao ano, até que a nova jornada de trabalho se fixe em 30 horas semanais. A indução à geração dos ganhos de produtividade, como instrumentos de catalisação da atividade econômica e de estabilização dos níveis de preços, por toda a estrutura descrita pela teoria da realocação da poupança interna, não somente pelo subsídio para o pagamento de todos os salários (do valor acumulado dos últimos 14 anos dos aumentos do salário mínimo, para o caso brasileiro) comanda um processo de absorção de “produtividade”. Ao que Marx conceberia como transferência de trabalho não-pago, de modo a garantir a continuidade à expansão dos investimentos em capital fixo e à geração de lucros, sendo que a massa salarial adquire uma dimensão atrelada aos gastos públicos e aos investimentos públicos (com destaque para o crescimento do regime de bonificação elaborado para o pagamento dos salários), sem implicar num circuito de “conflito distributivo de renda”, com uma lógica de crescimento de forma autônoma em relação aos lucros nominais, no curto prazo.

A dinâmica de todo o processo se descreve como uma estrutura de crescimento guiada pela demanda efetiva do Estado (gastos públicos e investimentos públicos) e pela expansão da oferta agregada capacitada pelo próprio Estado (desonerações tributárias, crédito público direcionado e subsídio para o pagamento dos salários), reconfigurando as interações entre oferta de trabalho e demanda de trabalho, com a progressiva expansão da participação do trabalho na renda sem incorrer em reduções de margens de lucros nominais e em pressões inflacionárias. A queda na participação do excedente operacional bruto na distribuição funcional da renda se dá de forma concomitante à expansão da massa de lucros, num processo de inversão ao mecanismo descrito por Marx, no qual tal tendência era prescrita à participação do trabalho, por ser toda a transferência de trabalho não-pago incorporada ao capital porque os salários seriam guiados pela relação entre “crescimento do trabalho pago e crescimento do salário”.

Na estrutura da teoria da realocação da poupança interna, o crescimento dos salários, a iniciar pelo salário mínimo, é mais que proporcional ao crescimento do “trabalho pago que está vinculado à esfera produtiva”, pois o subsídio entra exatamente neste aspecto, ou seja, por impedir a geração de custos de variação de salários. Em seguida, o enxugamento da oferta de trabalho através dos gastos públicos e dos investimentos públicos (com papel considerável para a antecipação das aposentadorias) se enquadra no crescimento da massa salarial sem gerar custos para a esfera produtiva. Quer dizer, é uma forma institucionalizada de expansão do volume de salários pagos na economia sem estar atrelada à regra de “salários e trabalho pago”, de Marx, por ser esta diretamente atrelada à esfera produtiva e por depender da absorção total do “trabalho não-pago”, isto é, da transferência da produtividade do trabalho para a continuidade de sobrevivência de toda a lógica de acumulação de capital. Sob a óptica da Teoria da Regulação, o papel da moeda para a “regulação” do sistema econômico, conforme Aglietta, não se restringe à lógica da determinação de agregados monetários.

[...] A moeda não pode ser entendida como mero agregado monetário, muito menos como uma relação contábil. Ela é um instrumento poderoso de natureza social, que afeta de forma violenta e irreversível a vida dos povos, das nações e da própria trajetória de acumulação de capital (CONCEIÇÃO, 2007, p.6).

A lógica empregada pela teoria da realocação da poupança interna se diferencia por expandir a massa salarial de forma antecipada à expansão da “produtividade” sem que isto se traduza em maiores custos de produção. A produtividade se expande de forma *ex-post* à expansão original dos salários, sem haver crescimento dos custos de produção. As desonerações tributárias contribuem para a instalação do regime de bonificação, mas é o

subsídio que garante a transição da relação salarial de forma antecipada à produtividade. Para Marx, é a transferência da produtividade para o capital que garante o crescimento dos salários, com a respectiva queda na participação da massa salarial na distribuição funcional da renda. Para a teoria da realocação da poupança interna, a ponte entre “moeda e produtividade” é que determina a redução inicial de custos vinculados ao trabalho e ao crescimento da demanda agregada que impulsionará a continuidade dos investimentos privados, com a respectiva expansão dos lucros nominais e da poupança privada. A produtividade é o resultado do crescimento econômico, referência para a deliberação dos dissídios e garantidora da continuidade da acumulação de capital produtivo e da estabilidade dos preços. Mas não a causa primeira da “elevação dos salários”, dado o subsídio para o pagamento dos salários, e nem a causa primeira da “expansão da massa salarial”, por haver o enxugamento da força de trabalho baseado nos gastos públicos e nos investimentos públicos custeados pela moeda autônoma do Estado. Os ganhos de produtividade são, na verdade, a principal instância *endógena*, do princípio de que transformações exógenas é que determinam transformações endógenas. O crescimento dos lucros nominais, através da expansão dos níveis de receitas pela via das quantidades, é identificado como uma repercussão direta do crescimento da demanda agregada, o qual mantém o ritmo de acumulação de capital, a despeito da queda da participação do excedente operacional bruto na distribuição funcional da renda.

O contraponto teórico entre Kaldor e Marx, conforme o método do entrelaçamento teórico empregado ao longo desta tese, no tocante ao crescimento dos salários e das respectivas participações do trabalho e do capital na distribuição funcional da renda, permite emergir uma especificidade para a teoria da realocação da poupança interna no que tange à proposição de um regime universal de subsídio para o crescimento do salário mínimo e para a redução da jornada de trabalho, sem reduções de salários, em que se alcance expandir a participação do trabalho por força de um sistema de finanças públicas independente da tributação e da renda agregada. Dentre os *atos estilizados* de Kaldor, de 1961, têm-se o 4º *fato estilizado*, o qual afirma que “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, implicam que ao longo do tempo, cada hora de trabalho produz cada vez mais produto real; portanto, os salários horários reais tendem a aumentar” e o 6º *fato estilizado*, o qual afirma que “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). Diferente da análise de Marx, em que as relações entre salário real e salário nominal são maquiadas conforme as relações entre trabalho pago e

trabalho não-pago, em função da magnitude de transferência de trabalho não-pago para o capitalista, pelo forte incremento da produtividade do trabalho. Razão exposta por Marx, a qual explicita que por mais que subam os salários nominais, a participação do trabalho na repartição da renda cai em função da expressiva apropriação da produtividade pelos capitalistas. Independente dos métodos científicos de Kaldor e de Marx, o conceito de *fato estilizado* se apresenta com validade para a teoria da realocação da poupança interna não por incorporar os mesmos métodos de aferição empregados por Kaldor, ou seja, testes empíricos pelo uso da econometria, mas por descrever uma linha de raciocínio de construção de relações de causalidade específica, somente válidas por estarem blindadas pela especificidade da proposição teórica em questão.

Da mesma forma, as conclusões de Marx não podem ser refutadas em comparação às conclusões distintas de Kaldor, em função de não terem sido elaboradas a partir de “testes econométricos”, algo cientificamente inexistente no século XIX. Todas são pertinentes ao arcabouço teórico construído por Marx, não sendo concebidas como *fatos estilizados* em razão do método próprio de Marx, anterior e absolutamente distinto ao método de Kaldor, mas sendo relações de especificidades elaboradas a partir das observações de especificidades dos fenômenos econômicos por sua teoria, o que permitiu que a mesma se diferenciasse de toda a estrutura da Economia Política Clássica à sua época. A teoria da realocação da poupança interna constrói relações de especificidades entre variáveis a partir do entrelaçamento teórico entre teorias afins e antagônicas para evitar o vício ricardiano<sup>177</sup> quando da proposição de instrumentos normativos.

O balizamento entre Kaldor e Marx é um exercício de entrelaçamento teórico na questão da participação dos salários na distribuição funcional de renda e um referencial para a proposição de uma relação de causalidade específica pelo viés dos *fatos estilizados*, não por serem variáveis testadas e aplicadas somente na presença deste arcabouço teórico, mas por haver um propósito de demonstração de existência de relações de especificidades quando da introdução de instrumentos de política econômica até então inéditos, entretanto, que são formatados para as funções específicas de atuar em diversos campos das finanças públicas e

---

<sup>177</sup> “Sua crítica ao método ricardiano estava direcionada à necessidade de fazer as abstrações corretas, ou melhor, o que Keynes criticava era a falta de adequação da teoria ricardiana ao objeto de análise; dessa forma, a economia capitalista demandava uma análise das variações do nível de produto (como causa fundamental de sua instabilidade), e não uma análise da distribuição entre os agentes para um dado nível de produto. É nesse sentido que o ‘ensino da [teoria clássica] é infrutífero e desastroso se tentarmos aplicar seus fatos à prática’. Isso porque as características assumidas pela teoria clássica ‘não correspondem à sociedade que nós realmente vivemos (KEYNES, 1936, p.3 apud VERNENGO, 1994, p. 132).

do desenvolvimento econômico, entre os quais está a incumbência de expandir a participação dos salários na renda nacional, sem gerar descontroles de custos para a esfera produtiva.

[...] Existem algumas proposições secundárias que contemplam a visão ampla de Kaldor sobre o processo de crescimento e desenvolvimento. Em decorrência da terceira lei, à medida que o excedente de mão de obra esgota-se no setor não-manufatureiro e que os níveis de produtividade tendem a se igualarem em vários setores, o grau de aumento geral da produtividade induzido pelo crescimento da produção manufatureira tende a diminuir. É por isso que os ritmos de crescimento dos países tendem a ser mais velozes na etapa inicial do desenvolvimento e a perder velocidade na maturidade (para usar a terminologia de Rostow). É nesse sentido que os países com alto nível de desenvolvimento podem sofrer de “escassez de mão de obra”, embora não no sentido de o próprio crescimento da produção manufatureira ser restringido por escassez de mão de obra, porque o trabalho é um fator muito elástico da produção. O setor manufatureiro sempre consegue obter a mão de obra que deseja, embora possa ter de pagar um salário real mais alto, que corrói os lucros e o investimento (à moda de Lewis e Marx) (THIRLWALL, 2005, capítulo 3, p.4).

A estrutura de desenvolvimento construída pela teoria da realocação da poupança interna se estabelece como uma forma intermediária entre o *wage-led-growth* e o *export-led-growth*. No caso do *wage-led-growth*, o crescimento econômico puxado pela expansão da massa salarial acima dos níveis de produtividade é amortecido pela amplitude da ação do regime de bonificação para o pagamento dos salários, correspondente ao aumento do salário mínimo e à redução da jornada de trabalho, o qual impede que “custos crescentes” venham a se propagar pela cadeia produtiva. Desta forma, o crescimento da participação do trabalho em detrimento da participação do capital na distribuição da renda agregada não consiste no achatamento da massa de lucros em razão do regime de bonificação mencionado, vir a assegurar a transferência de renda, para o trabalho, acima dos níveis da produtividade, com a especificidade de realizar a contenção da inflação de custos que seria formada caso a variação dos salários viesse a representar “custos crescentes” para toda a cadeia produtiva. A expansão da massa salarial acima da produtividade não gera repercussões nos custos de produção. O fortalecimento dos rendimentos do trabalho não será prejudicado porque o crescimento dos lucros nominais sempre virá a ser estimulado pela demanda agregada, conduzida pela moeda autônoma do Estado por diversos canais (subsídio para o pagamento dos salários, gastos públicos e investimentos públicos) de modo a se instalar a regra de que toda variação no valor do subsídio pago será sempre de um valor acima da produtividade do trabalho, fazendo com que esse mesmo valor também seja maior do que o valor da hora de trabalho reduzida da maior parte dos salários pagos na economia.

Na própria contabilização do excedente operacional bruto há uma transformação do tecido social, pois a expansão da atividade econômica induzida pela redistribuição da renda e

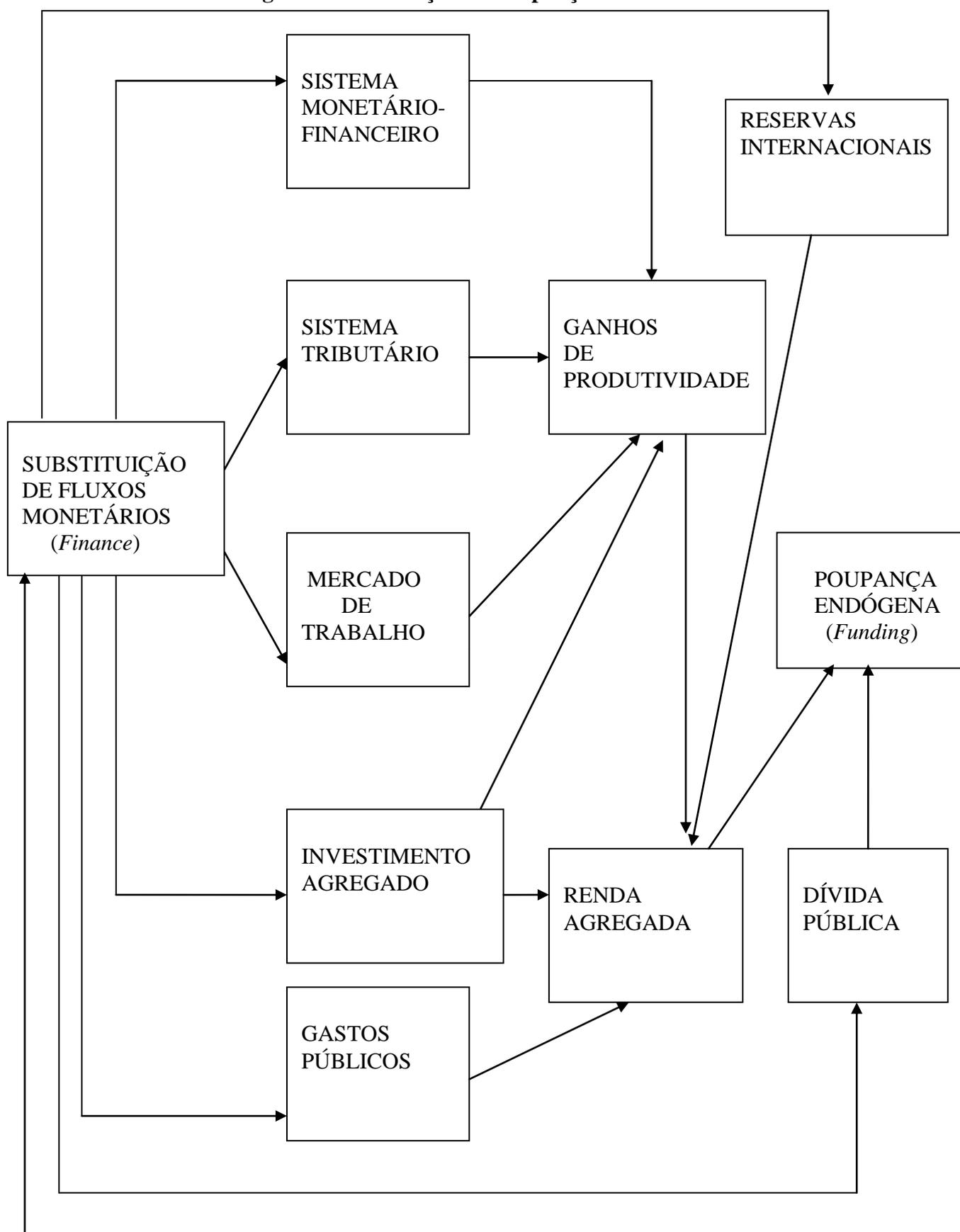
pela ampliação do crédito público direcionado permite se observar uma redistribuição interna na formação do excedente operacional bruto como reflexo da abertura de novas empresas e pela expansão da oferta agrícola. O crescimento mais que proporcional da massa salarial em relação ao crescimento do excedente operacional bruto não se insere sob uma trajetória finita, na qual o trabalho seria exaurido de “transferir trabalho não-pago” para o capital, mas por haver uma base de transferência de valor, do Estado para o capital e para o trabalho de forma concomitante. Esta transferência de valor será responsável por impulsionar os lucros nominais e o crescimento dos salários também de forma concomitante, sendo esta a ponte entre a “moeda e a produtividade”, pois a moeda se antecipa à produtividade e se transforma como meio de geração da própria produtividade. A moeda adquire tal força por não ser uma “moeda acrescida” à moeda que já estava em circulação, mas uma moeda que é injetada sob a prerrogativa de gerar a retirada de circulação de uma mesma moeda equivalente em seu valor. A moeda, assim, se enraíza como um instrumento de redistribuição de renda de forma dinâmica: possibilitando o crescimento dos lucros nominais para o capital e possibilitando o crescimento da massa salarial (em proporções maiores ao crescimento dos lucros nominais) para o trabalho, sem gerar custos crescentes para o capital.

No caso do *export-led-growth*, a formação de preços relativos favoráveis à exportação, por força das desonerações tributárias, seria um dos meios para impulsionar a “demanda externa” como o elemento central de condução da demanda agregada, nos moldes de Kaldor (1966) e Thirlwall (1979), mitigando progressivamente a restrição externa. Entretanto, o contrapeso entre a “demanda externa” e a “demanda interna” gerada pelos instrumentos da teoria da realocação da poupança interna estabelece uma forma intermediária entre o *wage-led-growth* e o *export-led-growth*. A atenuação de ambos os regimes de crescimento se faz pelos instrumentos do “subsídio”, para o impedimento da geração de custos crescentes para a expansão da participação dos rendimentos do trabalho na renda agregada, e da “destruição automática de moeda” para o impedimento da existência de transbordamentos de níveis de demanda em relação à demanda gerada pela injeção de gastos públicos e de investimentos públicos pelo mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda. Com isto, o “subsídio” cumpre a função de deter a “inflação de custos” e a “destruição automática de moeda” cumpre a função de deter a “inflação de demanda”. A criação e a destruição automáticas de moeda constrói um multiplicador de gastos para a teoria da realocação da poupança interna que se situa “de forma intermediária” entre o “multiplicador de gastos de Haavelmo, de valor 1” e o “multiplicador tradicional de gastos keynesiano”. A multiplicação

de gastos fica restrita à geração imediata das demandas intersetoriais estimulada pela criação e destruição automáticas de moeda.

A relação salarial construída pela teoria da realocação da poupança interna vem a se solidificar pela estrutura de que o crescimento da massa de rendimentos do trabalho se dá de forma concomitante ao crescimento da participação do trabalho na distribuição funcional de renda, com a proporcional queda da participação do capital na referida distribuição, mesmo diante da expansão massa nominal do excedente operacional bruto, sem qualquer geração de custos para a esfera da produção como decorrência desta reversão da trajetória de crescimento econômico. Comprova-se, que a reconfiguração da determinação da renda agregada da teoria da realocação da poupança interna ameniza o conflito distributivo de renda na transição da participação do capital em favor da participação do trabalho, sendo uma das principais “colheitas agregadoras” da relação entre moeda e produtividade para a formação da relação maior entre investimento agregado e poupança agregada, como mostra a figura 7.

Figura 7 – Realocação da Poupança Interna



Fonte: elaboração do autor (2013).

#### 4.7 Conclusões

A teoria da realocação da poupança interna vislumbra exatamente a criação de um regime de crescimento econômico baseado na redistribuição do acesso à oferta de moeda como redistribuição do processo de formação da poupança interna e como redistribuição da renda agregada. A estrutura deste regime vem a dispensar gradativamente a captação de poupança externa na acumulação da formação bruta de capital fixo, tendo como uma das metas o estabelecimento sustentado do estoque de reservas internacionais, sem a contrapartida do crescimento do endividamento público interno, isto é, sem recorrer às ditas “operações de esterilização” do impacto monetário da entrada de recursos externos.

A instância entre moeda e produtividade é o elemento central para a solidificação do lastro fiduciário da moeda para toda a moeda criada e destruída automaticamente pelo regime de finanças públicas da teoria da realocação da poupança interna. Os instrumentos normativos da teoria da realocação da poupança interna possuem lastro no lado real da economia por ter a moeda injetada um valor equivalente destruído de forma automática, de modo a não ocorrer expansões na quantidade de moeda que já estava em circulação. O lado operacional em foco permite que se realizem transformações endógenas a partir das transformações exógenas realizadas pelo mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda. Os ganhos de produtividade são o resultado tanto do crescimento da renda agregada, proveniente de uma lógica inicial de redistribuição da oferta de moeda e posterior de redistribuição do processo de formação da poupança interna, quanto de manutenção, sobretudo, da estabilidade macroeconômica, não apenas dos níveis de preços, ao ser o elemento sancionador do “lastro fiduciário real” para toda a moeda criada que possui um valor equivalente destruído de forma automática.

A produtividade, em termos agregados, será o resultado, a colheita, do estímulo à produção que fora realizado com a expansão da demanda, dentro das margens do produto potencial e do balanço de pagamentos. Alcança-se a expansão da renda agregada sem pressões inflacionárias sob o formato de “inflação de demanda”, e com a expansão da oferta, em que o fortalecimento do investimento agregado e da disseminação do crédito público direcionado é dado dentro de uma estrutura de expansão da massa salarial. A expansão da massa salarial é dada sem haver a incidência de custos para a produção, que viessem a ser vinculados à queda da participação percentual do excedente operacional bruto, na distribuição funcional da renda, em favor do crescimento da participação percentual da massa salarial na mesma esfera de distribuição da renda agregada.

## 5 CONCLUSÕES

Pela teoria da realocação da poupança interna, a política monetária assume uma forma “aparentemente” 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 “aparentemente” 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, mas 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 à 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 política monetária contracionista se insere para forçar a queda dos preços finais após as desonerações tributárias, reduzindo a utilização das “margens” geradas pelas desonerações tributárias apenas como reforço de “caixa” para as empresas, mas intensificando o benefício direto para os consumidores, por ser um instrumento de retração da demanda agregada em contrapeso à liquidez liberada pelas desonerações tributárias. A mesma política monetária contracionista, sob a estrutura da moeda autônoma do Estado, confere as regras de confiança e de reputação da Autoridade Monetária para a condução da política econômica. Para a atual regra da economia brasileira, a questão fundamental se faz pelo cumprimento das metas de superávit primário, pelo lado da política fiscal, em conjunto às demais ações da política monetária. Para a teoria da realocação da poupança interna, a confiança e a reputação da Autoridade Monetária são estabelecidas pelo cumprimento do regime de equilíbrio fiscal

permanente, que estabelece a não-variação da oferta de moeda em relação à execução dos gastos públicos e dos investimentos públicos, geridos pelo mecanismo de criação e destruição automáticas de moeda. As finanças públicas deixam de estar atreladas à esfera da capacidade de arrecadação tributária para serem regidas sob a esfera da determinação da demanda agregada do Estado, pela moeda autônoma do Estado, que consiste numa espécie de reaproveitamento da oferta de moeda que já estava em circulação, a exemplo dos ciclos de utilização e de reutilização dos recursos das Reservas Extra-Bancárias. A condução da demanda efetiva, por esse instrumento integrado da política fiscal com a política monetária, está na diferença fundamental entre conceder crédito, via simples operação de ordem monetária (pela ampliação da oferta de moeda) e redirecionar a liquidez (com o mesmo nível de oferta de moeda) para a realização direta dos gastos públicos e dos investimentos públicos.

A garantia maior, transmitida pelo regime de finanças públicas, é caracterizada por ser uma política fiscal expansionista conjugada a uma política monetária contracionista, para que a expansão fiscal se proceda de modo semelhante à regra de orçamento equilibrado de Haavelmo, ao mesmo tempo em que também se contempla uma estrutura de finanças públicas semelhante aos moldes de Abba Lerner. O recurso da emissão de moeda se institui apenas como o recurso inicial de determinação das finanças públicas, pois a moeda passa a ser criada, destruída e reutilizada por infinitas vezes, conforme os parâmetros de expansão fiscal, atrelados ao lado real da economia (produto potencial e balanço de pagamentos). As garantias mínimas se referem à execução e à expansão das redes de serviços públicos como saúde, educação, saneamento, habitação, dentre outros. Isto mesmo com pequenas margens de produto potencial, pois a injeção de recursos para esses gastos públicos já alavanca as demandas intersetoriais imediatas.

Na relação entre o Banco Central e os bancos comerciais, a manutenção dos níveis de liquidez é a garantia oferecida pelo Banco Central para os bancos comerciais, da mesma forma em que os bancos comerciais asseguram a garantia para os seus correntistas, isto é, pela manutenção dos níveis de liquidez de suas contas, seja pela garantia dos saldos das contas correntes, seja pela manutenção dos encaixes destinados a saques dessas mesmas contas correntes. A alavancagem comandada pelo Tesouro Nacional se institucionaliza de forma garantida, na relação de manutenção contratual dos níveis de liquidez para os bancos comerciais, pela mesma lógica que a alavancagem comandada pelos bancos comerciais garante a liquidez e as operações de saques dos correntistas. A justificativa do emprego enfático do termo “poupança pública” se dá em razão do Estado reutilizar de forma “sistemática” os recursos provenientes das Reservas Extra-Bancárias, originárias da

destruição automática de moeda de valores equivalentes à execução de investimentos públicos para a geração “sistemática” de novos investimentos públicos. O termo poupança pública ilustra a necessidade de elucidação da lógica intrínseca do processo de autofinanciamento do Estado, que está na razão do Estado prover o autofinanciamento sem expandir a oferta de moeda, pois são recursos criados, destruídos e em seguida realocados.

Recursos obtidos pela tributação não são considerados inflacionários, em tese, no primeiro momento, por não serem gerados pela emissão de moeda, ao contrário das receitas de senhoriagem, e por serem vazamentos de renda, isto é, extração de valores percentuais dos fluxos reais que compõem o produto agregado, independente da ótica de agregação das Contas Nacionais (valor adicionado, renda ou despesa). Fluxos esses que produzem excedentes em relação à produção, a exemplo dos lucros. A reinjeção dos recursos advindos da tributação pode possuir impacto inflacionário, ou não, de acordo com a dimensão proporcionada por essa reinjeção na demanda agregada (sob a forma de gastos públicos e/ou investimentos públicos), de acordo com as respectivas condições de expansão da oferta agregada.

Os recursos autônomos não são inflacionários por ser a geração desses realizada pela destruição automática de moeda de valores equivalentes à moeda injetada, o que impede a expansão da oferta de moeda. Os recursos destruídos passam a representar a fonte de recursos para novas injeções da economia. Na questão do valor gerado pela injeção de moeda para execução de gastos públicos e de investimentos públicos, a destruição automática de moeda de valor equivalente à moeda injetada gera um excedente monetário de valor equivalente à própria moeda anteriormente injetada, que gerará novo “valor”, com a sua reutilização: novos gastos públicos e novos investimentos públicos. A materialização, advinda do lado monetário da economia, para a determinação do excedente através de uma “variável monetária” está no fato de ter havido uma respectiva base do lado real, isto é, ter havido produção que lastreara a determinação anterior dos gastos públicos e dos investimentos públicos, sob a forma de valor. Por isto confere o “lastro real” para a determinação do novo valor, gerado pela reinjeção dos recursos monetários que estavam depositados nas Reservas Extra-Bancárias, sob a forma de recursos autônomos, ou seja, sob a forma de “excedente do Estado”.

No entanto, de modo diferente à questão da reinjeção dos lucros sob a forma de novos investimentos privados, a reinjeção dos recursos originados da moeda anteriormente destruída, pelo Estado, assume a forma da reinjeção de um “excedente monetário”, de valor equivalente ao valor dos gastos públicos e dos investimentos públicos criados quando da injeção inicial de moeda, pelos depósitos à vista criados pelo Banco Central. O excedente

monetário, assim cristalizado sob a forma de moeda anteriormente destruída como valor equivalente a um depósito à vista do Banco Central em um banco comercial, dará origem a um novo valor, no lado real da economia, em que a mesma moeda produzira o lastro fiduciário para o próprio “excedente monetário” em questão, agora reinjetado sob a forma de novos gastos públicos e novos investimentos públicos. O limite para a criação de valores a partir destas transformações integradas entre o lado monetário e o lado real da economia, as quais não representam quaisquer variações na oferta de moeda, está de forma intrínseca no mesmo lado real da economia, ou seja, no produto potencial e no balanço de pagamentos.

A reformulação do multiplicador de gastos, através do princípio da criação e destruição automáticas de moeda, impede o transbordamento de infinitas novas demandas, pois não ocorre a expansão da quantidade de moeda em circulação. A não-variação da oferta de moeda impele a geração de demandas intersetoriais restritas à criação dos gastos públicos e dos investimentos públicos, o que permite ao Estado respeitar as margens do “produto potencial e do balanço de pagamentos”, propiciando a geração de novos gastos públicos e de novos investimentos públicos, em concomitância à expansão e à difusão da produtividade. A moeda autônoma do Estado se restringe à esfera dos gastos públicos e dos investimentos públicos. Não há transbordamentos de demanda ou quaisquer formas de multiplicadores monetários, no que adviria de um “excesso de depósitos à vista, a disposição dos bancos comerciais”.

O universo de criação de moeda e de demanda agregada se restringe à própria demanda gerada pelo valor da injeção da moeda (criação e destruição automáticas de moeda) e às demandas intersetoriais imediatamente vinculadas à demanda gerada pela moeda autônoma do Estado. Não há multiplicadores monetários pela aplicação dos instrumentos da teoria da realocação da poupança interna em função da existência da “destruição automática de moeda”. A determinação de gastos públicos e de investimentos públicos é dada sem incorrer na expansão da oferta de moeda, dentro de uma estrutura de realocação de recursos ociosos, por esta maneira de realocação da poupança interna por ser a poupança interna a instância dos fluxos de renda agregada, a qual permeia, conjuntamente, as esferas do lado real e o lado monetário da economia; sendo o indicativo, pelo lado real da economia, da disponibilidade de recursos para a efetivação do investimento agregado, de forma assegurada para o longo prazo. O crescimento da atividade econômica se dá sob as formas planejadas, por justamente ocorrer o represamento da política monetária, isto é, a política monetária contracionista é o contrapeso de igual magnitude à demanda agregada gerada pela moeda autônoma do Estado. O equilíbrio das duas forças é que garante a existência de crescimento

econômico, com a indução às demandas intersetoriais, todavia dentro de uma estrutura de estabilidade, sem pressões inflacionárias.

A relação entre moeda e Estado, na teoria da realocação da poupança interna, reestrutura a relação entre o Estado e a criação das finanças públicas. Num regime tradicional de finanças públicas a determinação dos gastos públicos e dos investimentos públicos depende da tributação, a qual, por sua vez, depende da renda. Na teoria da realocação da poupança interna, a renda agregada é que depende da determinação dos gastos públicos e dos investimentos públicos pela moeda autônoma do Estado. A moeda assume a função de ser a recanalizadora dos recursos ociosos da economia, ao ser a determinadora das finanças públicas sem incorrer na expansão da quantidade de moeda que já está em circulação.

A relação entre moeda e poupança é a relação causal, a qual estabelece que, se é o investimento que precede a renda e a poupança, no regime de finanças públicas da teoria da realocação da poupança interna, com a moeda autônoma do Estado, a moeda é que precede a renda e a poupança, por ser a moeda a formadora, a causa primeira, do “investimento público”, sendo o investimento público o ponto de partida da condução e da expansão da demanda efetiva, de tal forma de solidificação do investimento agregado. A relação de causalidade entre investimento agregado e poupança agregada é estruturada pelo encadeamento da sequência de relações causais entre “moeda, Estado, poupança e produtividade”.

No que se refere à relação causal entre moeda e produtividade se identifica o aspecto da modificação estrutural na questão da distribuição da renda agregada, com a manutenção dos níveis de estabilidade macroeconômica, por força da disseminação da produtividade. O exemplo notório desta estrutura de transformações está na criação do subsídio ao crescimento do salário mínimo e à redução da jornada de trabalho em 1 hora, a cada ano, sem reduções nos salários. A atuação se dá no sentido de servir como uma “ponte” entre o nível atual da produtividade do trabalho e o crescimento requerido para a mesma produtividade, de modo que a moeda autônoma do Estado se insere de forma direta na redução dos custos das folhas de pagamentos de salários. As duas frentes de atuação estão na questão do impedimento da inflação de custos, em função da mudança do patamar da relação salarial como proporção do produto agregado, e na questão do impedimento da inflação de demanda, por razão do regime de subsídios para a folha de pagamentos serem executados sob a estrutura de criação e destruição automáticas de moeda, isto é, sem ocorrer transbordamentos de demanda para diversos setores da economia por conta da injeção desses recursos públicos. A vinculação das cadeias de demandas intersetoriais é dada estritamente às cadeias de demandas subjacentes

das esferas de produção, sem haver criações de demandas, de forma descontrolada, que seriam advindas de “quantidades expandidas de meios de pagamentos”, com a simples injeção de recursos públicos sem ser acompanhada da destruição automática de moeda de valores equivalentes a esses recursos. Fonte autônoma de expansão do investimento agregado, pelos investimentos públicos, como motor do crescimento, para dar sustentação à expansão da massa salarial, a qual se torna dependente da expansão dos gastos públicos por meio da moeda autônoma do Estado. Os ganhos de produtividade, gerados ao longo de toda a economia, garantem o lastro fiduciário para a moeda autônoma do Estado, isto é, garantem o lastro, sobretudo, para a expansão das políticas públicas promovidas por este regime de finanças públicas, autônomo à tributação e autônomo à renda. A realocação da poupança interna passa a ser concebida como o processo de realocação dos recursos ociosos da economia em favor do crescimento econômico e da redistribuição da renda.

A não-neutralidade da moeda foi comprovada não pela prerrogativa de que seria possível expandir a quantidade de moeda em circulação, no curto prazo, para uma economia abaixo do pleno emprego, e que por isto mesmo não haveria repercussões sob o nível de preços, pois, para o longo prazo, o crescimento da produção e da renda ficaria encarregado de acomodar as novas posições de equilíbrio. A não-neutralidade da moeda foi comprovada por ser um instrumento de constituição de recursos públicos, de forma autônoma à tributação e à renda, pela prerrogativa de que é possível injetar recursos, originados inicialmente da emissão monetária, para desempenhar funções públicas, contanto que haja a imediata destruição de valores equivalentes, da circulação monetária, aos recursos monetários injetados. Isto posto, se estabelece a criação de uma demanda, ou de uma oferta, dependendo da destinação orçamentária dos recursos injetados, com a respectiva destruição automática de valores equivalentes, garantindo a não-variação da oferta de moeda em relação à criação destes recursos autônomos e lastreando, pelo lado real da economia, pelo crescimento da produtividade, o princípio da não-neutralidade da moeda.

A não-neutralidade da moeda corresponde ao crescimento da produtividade, como resultado da injeção de recursos autônomos que realizara a expansão da renda agregada, sem ter ocorrido qualquer expansão da oferta de moeda por decorrência da injeção desses mesmos recursos. O crescimento da renda e da produtividade se sagra como o resultado da realocação da oferta de moeda que já está em circulação, que conduz à realocação dos recursos ociosos da economia, executando a determinação da renda por meio da realocação do acesso dos gastos públicos, dos investimentos públicos e do crédito público direcionado dos agentes de

menores propensões a gastar/investir para os agentes de maiores propensões a gastar/investir, e que se solidifica pela realocação da poupança interna.

## REFERÊNCIAS

AGÊNCIA ESTADO. *Bônus para o empregador nos EUA*. São Paulo, 2010. Disponível em: <<http://ultimosegundo.ig.com.br/economia/2010/03/04>>. Acesso em: 4 mar. 2010.

\_\_\_\_\_. *Redução no Recolhimento dos Compulsórios*. São Paulo, 2013. Disponível em 10 mar. 2013 <<http://ne10.uol.com.br/canal/cotidiano/economia/noticia/2013/01/11/re>>. Acesso em 10 mar. 2013.

AGÊNCIA REUTERS. *Desonerações Tributárias*. São Paulo, 2013. Disponível em 25 fev. 2013. <<http://economia.terra.com.br/noticias/noticia.aspx?idNoticia=2013022>>. Acesso em 25 fev. 2013.

AGLIETTA, Michael. *Lidando com o Risco Sistêmico*. Economia e Sociedade, Campinas, n. 11. 1998, p. 1-32.

AGLIETTA, Michael; ORLÉAN, André. *La Violence de la Monnaie*. Paris: PUF, 1984.

ALÉM, Ana Cláudia; GIAMBIAGI, Fabio. *Finanças Públicas*. Rio de Janeiro, São Paulo: Campus – Elsevier, 2001.

ALENCAR, Leonardo Soriano de et al. *Uma avaliação dos Recolhimentos Compulsórios*. Brasília: Banco Central do Brasil, 2012. (Trabalhos para Discussão, 292). Disponível em 17 mar. 2013. <<http://www.bcb.gov.br/pec/wps/port/wps296.pdf>>. Acesso em 17 mar.2013.

AMADO, Adriana Moreira. Moeda, Sistema Financeiro e Trajetórias de Desenvolvimento Regional Desigual. In: LIMA, Gilberto Tadeu; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando de (Org.). *Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea*. Rio de Janeiro; São Paulo: Campus - Elsevier. 1999. p.208-224.

ARENA, Richard; GRAZIANI, Augusto. (1985) (orgs.). *Production, Circulation et Monnaie*. Paris: PUF, 1985.

ARENA, Richard. *Investment decisions in circuit and Post Keynesian approaches: a comparison*, In: G. Deleplace and E. Nell (eds) *Money in Motion: the Post Keynesian and Circulation Approaches*, London and New York: Macmillan and St. Martin's Press. 1996, p. 417-433.

BACHA, Edmar. Plano Real: uma avaliação preliminar. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 3, junho, 1995, p. 3-26.

BRASIL. BACEN (Banco Central do Brasil). *Boletim do Banco Central (vários números)*. Brasília, 1995-1999.

\_\_\_\_\_. *Sistema de Pagamentos Brasileiro*. Brasília, 2009. Disponível em 13 out. 2009. <<http://www.bcb.gov.br/htms/novaPaginaSPB/spb-textocompleto-pdf.pdf>> Acesso em 13 out. 2009.

\_\_\_\_\_. *Relatório de Inflação, nº 112 - Medições de Produto Potencial – Hiato do Produto, Atualização e Aperfeiçoamento*. Brasília, 2010. Disponível em 10 mai. 2011. <<http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2010/03/ri201003b7p.pdf>> Acesso em 10 mai. 2011.

\_\_\_\_\_. *CIRCULAR Nº 3.609, DE 14 DE SETEMBRO DE 2012*. Brasília, 2012. Disponível em 03 nov. 2012. <[http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/2012/pdf/circ\\_3609\\_v1\\_o.pdf](http://www.bcb.gov.br/pre/normativos/circ/2012/pdf/circ_3609_v1_o.pdf)> Acesso em 03 nov. 2012.

BRASIL. IPEA (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada). *Receita Pública: quem paga e como se gasta no Brasil. Comunicado da Presidência, nº22*. Brasília, 2009. Disponível em 30 jul. 2009. [http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/pdf/comunicado\\_da\\_presidencia\\_n22.pdf](http://www.ipea.gov.br/sites/000/2/pdf/comunicado_da_presidencia_n22.pdf). Acesso em 30 jul. 2009.

\_\_\_\_\_. (2013). *Vozes da Nova Classe Média: classe média e emprego assalariado*. Brasília, 2013. Disponível em 29 ago. 2013 <<http://www.sae.gov.br/site/wp-content/uploads/Vozes-da-Classe-M%C3%A9dia-Caderno-04.pdf>> Acesso em 29 ago. 2013.

BRASIL. MINISTÉRIO DAS COMUNICAÇÕES. *Desoneração da rede de fibra óptica, 18 de fevereiro de 2013*. Brasília, 2013. Disponível em 14 mar. 2013. <<http://www.mc.gov.br/sala-de-imprensa>>. Acesso em 14 mar.2013.

BRASIL. MINISTÉRIO DA FAZENDA. *Fundo Soberano do Brasil*. Brasília, 2010. Disponível em 17 set. 2010. <<http://www.stn.fazenda.gov.br/hp/downloads/FSB230910.htm>>. Acesso em 15 out. 2010.

\_\_\_\_\_. *Desoneração tributária (indústria química), 23 de abril de 2013*. Brasília, 2013a. Disponível em 28 abr. 2013.

<<http://www.fazenda.gov.br/divulgacao/noticias/2013/abril/201ctemos-que-garantir-a-competitividade-no-setor201d-diz-mantega>>. Acesso em 28 abr. 2013.

\_\_\_\_\_. *Desoneração do etanol, 23 de abril de 2013*. Brasília, 2013b. Disponível em 28 abr.2013. <<http://www.fazenda.gov.br/divulgacao/noticias/2013/abril/medida-estimula-a-competitividade-do-setor-de-etanol>>. Acesso em 28 abr.2013

\_\_\_\_\_. *Desoneração do etanol - Nota à Imprensa, 23 de abril de 2013*. Brasília, 2013c. Disponível em 28 abr. 2013. <[http://www.fazenda.gov.br/divulgacao/noticias/2013/abril/nota\\_a\\_imprensa\\_23042013.pdf](http://www.fazenda.gov.br/divulgacao/noticias/2013/abril/nota_a_imprensa_23042013.pdf)> Acesso em 28 abr. 2013.

\_\_\_\_\_. *Desonerações Tributárias - Resenha Eletrônica do Ministério da Fazenda, elaborada pela Assessoria de Comunicação Social*. Brasil Econômico. Brasília, 2013d. Disponível em 26 fev. 2013. <<https://www1.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/>>. Acesso em 26 fev. 2013.

\_\_\_\_\_. *Desonerações Tributárias - Resenha Eletrônica do Ministério da Fazenda, elaborada pela Assessoria de Comunicação Social*. Correio Braziliense. Brasília, 2013e. Disponível em 9 mar. 2013 <<https://www1.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/>>. Acesso em 9 mar. 2013.

\_\_\_\_\_. *Desonerações Tributárias - Resenha Eletrônica do Ministério da Fazenda, elaborada pela Assessoria de Comunicação Social*. Folha de São Paulo. Brasília, 2013f. Disponível em 9 mar. 2013. <<https://www1.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/>>. Acesso em 9 mar. 2013.

\_\_\_\_\_. *Desonerações Tributárias - Resenha Eletrônica do Ministério da Fazenda, elaborada pela Assessoria de Comunicação Social*. Correio Braziliense. Brasília, 2013g. Disponível em 12 mar. 2013. <<https://www1.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/>>. Acesso em 12 mar. 2013.

\_\_\_\_\_. *Desonerações Tributárias - Resenha Eletrônica do Ministério da Fazenda, elaborada pela Assessoria de Comunicação Social*. O Estado de São Paulo. Brasília, 2013h. Disponível em 17 mar. 2013. <<https://www1.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/>>. Acesso em 17 mar. 2013.

\_\_\_\_\_. *Desonerações Tributárias - Resenha Eletrônica do Ministério da Fazenda, elaborada pela Assessoria de Comunicação Social*. Brasil Econômico. Brasília, 2013i. <<https://www1.fazenda.gov.br/resenhaeletronica/>>. Acesso em 19 mar. 2013.

BRASIL. Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão. *Compulsório entre dezembro de 2011 e junho e 2012, VALOR ECONÔMICO*. Portal Clipping MP, Brasília, 2012a. Disponível em 18 jul. 2012. <<http://clippingmp.planejamento.gov.br/cadastr/noticias/2012/7/18/>>. Acesso em 18 de jul. 2012.

\_\_\_\_\_. *Custo do Banco Central para Carregar Reservas, VALOR ECONÔMICO*. Portal Clipping MP, Brasília, 2012b. Disponível em 27 nov. 2012. <<http://clippingmp.planejamento.gov.br/cadastr/noticias/2012/11/27/>> Acesso em 27 nov. 2012.

\_\_\_\_\_. *Gastos do Governo superam R\$ 800 bilhões em 2012, O GLOBO*. Portal Clipping MP, Brasília, 2013a. Disponível em 30 jan. 2013. <<http://clippingmp.planejamento.gov.br/cadastr/noticias/2013/1/30/>>. Acesso em 30 jan. 2013.

\_\_\_\_\_. *Bancos Oficiais – Dívida Federal, VALOR ECONÔMICO*. Portal Clipping MP, Brasília, 2013b. Disponível em 5 fev. 2013. <<http://clippingmp.planejamento.gov.br/cadastr/noticias/2013/2/5/>> Acesso em 5 fev. 2013.

BRASIL, PRESIDÊNCIA DA REPÚBLICA. *Lei de Responsabilidade Fiscal*. Brasília, 2000. Disponível em 17 mar. 2013. <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/lcp101.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp101.htm)>. Acesso em 17 mar. 2013. Brasília, 2000.

BRASIL. SECRETARIA DO TESOUREO NACIONAL. *Relatório da Dívida Pública Federal*. Brasília, 2008. Disponível em 13 mai. 2012. <[www.stn.fazenda.gov.br](http://www.stn.fazenda.gov.br)>. Acesso em 13 mai. 2012.

\_\_\_\_\_. *O que você precisa saber sobre transferências constitucionais e legais - Fundo de Participação dos Municípios – FPM*. Brasília, 2011a. Disponível em 17 mar. 2013. <[http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/estados\\_municipios/download/CartilhaFPM.pdf](http://www3.tesouro.fazenda.gov.br/estados_municipios/download/CartilhaFPM.pdf)>. Acesso em 17 mar. 2013.

\_\_\_\_\_. *O que você precisa saber sobre transferências constitucionais e legais – Fundo de Participação dos Estados e do Distrito Federal (FPE)*. Brasília, 2011b. Disponível em 17 mar. 2013. <[http://www3.tesouro.gov.br/estados\\_municipios/download/CartilhaFPE.pdf](http://www3.tesouro.gov.br/estados_municipios/download/CartilhaFPE.pdf)>. Acesso em 17 mar. 2013.

BARBOSA FILHO, Nelson Henrique. *Crescimento Econômico: Produto Potencial e Investimento*. Brasília, 2009. IPEA, Disponível em 18 fev. 2009. <www.ipea.gov.br>, Acesso em 18 fev. 2009.

BOYER, Robert. *A Teoria da Regulação: uma análise crítica*. São Paulo: Nobel, 1990.

BRUNO, Miguel A. P. *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, 2008

CARDIM DE CARVALHO, Fernando. Temas de Política Monetária Keynesiana. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 15, n. 1, p. 33-61, 1994.

CARTELIER, Jean. *Marchands, Salariat et Capitalistes*, (avec C. Benetti). Paris: PUG-Maspéro, 1980.

CARVALHEIRO, Nelson. Política Monetária Pós-Plano Real. *Pesquisa & Debate*, São Paulo, v. 13, n. 1(21), p. 5-29, 2002.

CARVALHO, Carlos Eduardo. O Fracasso do Plano Collor: erros de execução ou de concepção? *Econômica*, Niterói, v.4, n. 2, p.283-331, jul./dez, 2003.

CAVALCANTI, Marco Antonio F. de; VONBUN, Christian. *Reservas Internacionais Ótimas para o Brasil: uma análise simples de custo-benefício para o período 1999-2007*. Rio de Janeiro: IPEA, Texto para Discussão, n. 1315, 2007.

CHICK, Victoria. *Macroeconomia Após Keynes: uma reconsideração da teoria geral*. São Paulo: Forense, 1993.

\_\_\_\_\_. A Evolução do Sistema Bancário e a Teoria da Poupança, do Investimento e dos Juros. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 15, n. 1, p. 9-28, 1994.

CONCEIÇÃO, Octavio A. C. O Conceito de Instituição nas Modernas Abordagens Institucionalistas. *Revista de Economia Contemporânea*, Rio de Janeiro, v. 6, n. 2, p. 119-146, jul./dez. 2002.

\_\_\_\_\_. *Michael Aglietta: da Teoria da Regulação à Violência da Moeda*. Porto Alegre: Fundação de Economia e Estatística, Texto para Discussão, n. 11, 2007

COSTA, Fernando Nogueira da. *Pós-Keynesianismo e Horizontalismo*: preferência pela liquidez e circuito monetário. In: LIMA, Gilberto Tadeu; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando de (Org.). *Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea*. Rio de Janeiro, São Paulo: Campus – Elsevier. 1999. p.133-148.

\_\_\_\_\_. *Teoria do Circuito Monetário*. Campinas, 2012. Disponível em 10 mar. 2013. <<http://fernandonogueiracosta.wordpress.com/2012>>. Acesso em 10 mar. 2013.

DE PAULA, Luiz Fernando; SOBREIRA, Rogério. *Política Monetária, Operações de Mercado Aberto e Fim da Zeragem Automática: uma avaliação preliminar*. Porto Alegre: Indicadores Econômicos FEE, v. 23, n. 4, 1996.

DIEESE. *A Situação do Trabalho no Brasil*. São Paulo, 2001.

\_\_\_\_\_. *A Situação do Trabalho no Brasil na Primeira Década dos Anos 2000*. São Paulo, 2012.

DOW, S. C. The Treatment of Money in Regional Economics. *Journal of Regional Science*, v. 27, p. 1, 1987.

DYMSKI, Gary. Deciphering Minsky's Wall Street Paradigm. *Journal of Economic Issues*. v. 21, n. 2, p. 501-508, jun. 1997.

FEIJÓ, Carmem Aparecida. *Crescimento Econômico em uma Perspectiva Kaldoriana*. Projeto de Pesquisa na área de Teoria e Política Macroeconômica (PPGE-UFF). Niterói – RJ, 2008. Disponível em 11 dez. 2008. <[www.uff.br/cpgeconomia](http://www.uff.br/cpgeconomia)>, Acesso em 11 dez. 2008.

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

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

FERRARI FILHO, Fernando. *As Concepções Teórico-Analíticas e as Proposições de Política Econômica de Keynes*. Natal: XXXIII Encontro Nacional de Economia, 2005.

FILGUEIRAS, Luiz; DRUCK, Graça. Marx e Keynes: Estado e crises do capitalismo. *Revista Nexos Econômicos*, Salvador, v. 4, n. 7, 2010.

FORSTATER, Mathew. *Functional Finance and Full Employment: lessons from Lerner for today?* Working Paper N° 272, The Jeromy Levy Economics Institute, 1999.

FROYEN, Richard T. *Macroeconomia*. 5. ed. São Paulo: Saraiva, 2006.

GIAMBIAGI, Fabio. Estabilização, Reformas e Desequilíbrios Macroeconômicos: os anos FHC (1995–2002). In: BARROS DE CASTRO, Lavínia; HERMANN, Jennifer (Org.). *Economia brasileira contemporânea (1945–2004)*. Rio de Janeiro; São Paulo: Ed. Campus – Elsevier. 2004. p. 166-195.

GRAZIANI, Augusto. The Theory of the Monetary Circuit. *Themes Papers in Political Economy*, Spring, 1989, 1-26.

HAAVELMO, T. *Multiplier Effects of a Balanced Budget*. Cowles Commission Papers, New Series, n. 12, p. 311-318. Reprinted from *Econometrica*, 13, 1945.

HERMANN, Jennifer. (2004). Reformas, Endividamento Externo, e o “Milagre” Econômico (1964-1973). In: BARROS DE CASTRO, Lavínia; HERMANN, Jennifer (Org.). *Economia Brasileira Contemporânea (1945-2004)*. Rio de Janeiro, São Paulo: Ed. Campus – Elsevier, 2004. p. 69-92.

ITOH, M.; LAPAVITSAS, C. *Political Economy of Money and Finance*. London: Macmillan, 1998.

KALDOR, N. A Model of Economic Growth, *Economic Journal*, 67, 1957.

\_\_\_\_\_. Capital Accumulation and Economic Growth. In: Luz, F.A.; HAGUE, D.C. (Org.). *The Theory of Capital Accumulation*. MacMillan, London, 1961.

\_\_\_\_\_. *Causes of the Slow Rate of Economic Growth of the United Kingdom*. Cambridge University Press, 1966.

\_\_\_\_\_. *The Role of Increasing Returns, Technical Progress and Cumulative Causation in the Theory of International Trade and Economic Growth*. New York: Holmes & Meier, 1989 [1981]. p. 327-350.

\_\_\_\_\_. *The Scourge of Monetarism*. 2a. ed. Oxford: Oxford University Press, 1986.

KEYNES, John Maynard. *A Teoria Geral do Emprego, do Juro, e da Moeda [1936]*. Ed. Atlas. São Paulo, 1982.

\_\_\_\_\_. The general theory of employment. *The Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, v. LI, p. 209-223, february 1937.

KERSTNETZKY, Célia Lessa. Os Sentimentos Morais da Riqueza das Nações: progresso e pobreza na economia política clássica. *Economia*, v.7, n. 3, p. 411-430, set./dez. 2006, Brasília, 2006.

KNAPP, Georg Friedrich. *The State Theory of Money [1924]*. Clifton: Augustus. M. Kelley, 1973.

LANZARINI, Carlos. *Dívida Interna, Inflação e Desinflação (1964-2004): o financiamento do Estado brasileiro sob a perspectiva da vulnerabilidade externa e da preferência pela liquidez do mercado de títulos públicos*. In: XIII Prêmio Tesouro Nacional. Brasília: ESAF/STN, 2008.

LAVOIE, Marc. Monnaie et Production: une synthèse de la théorie du circuit. *Economies et Sociétés*, n. 91. p. 65-101. In: GRAZIANI, Augusto. *The Theory of the Monetary Circuit*. Thames Papers in Political Economy. Spring, 1989 [1987].

\_\_\_\_\_. *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*. Aldershot: Edward Elgar, 1992.

\_\_\_\_\_. *Horizontalism, Structuralism, Liquidity Preference and the Principle of Increasing Risk*. Ottawa: University of Ottawa, 1994.

\_\_\_\_\_. Monetary Policy in an Economy with Endogenous Credit Money. In: G. DELEPLACE, G.; NELL, E.J. (Ed.) *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches*. London: Macmillan, 1996.

LAWSON, Tony (et. al.). Kaldor's Contribution to Economics: An Introduction. *Cambridge Journal of Economics*, v. 13, p. 1-8, 1989.

LERNER, Abba. Functional Finance and The Federal Debt. *Social Research*, v. 10, p. 38-51, 1943

\_\_\_\_\_. Money as a Creature of the State. *The American Economic Review*, v. 37, n. 2, p. 312-317. Papers and Proceedings of the Fifty-ninth Annual Meeting of the American Economic Association. May, 1947.

\_\_\_\_\_. *The Economics of Employment*. New York: McGraw Hill, 1951.

LIMA, Gilberto Tadeu. Progresso Tecnológico Endógeno, Crescimento Econômico e Distribuição de Renda. In: LIMA, Gilberto Tadeu; SICSÚ, João; PAULA, Luiz Fernando de (Org.). *Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea*. Rio de Janeiro, São Paulo: Campus – Elsevier. 1999, p. 190-207.

MALAGUTI, Manoel Luiz. A Teoria da Regulação: dialogando com Marx. In: MENDONÇA, Jorge Pessoa de; NAKATANI, Paulo; CARACANHOLO, Reinaldo Antonio (Org.). *Crise ou Regulação? Ensaio sobre a Teoria da Regulação*. Vitória: Ed. UFES, 1994.

MARX, Karl. *O Capital: Crítica da Economia Política*. (Livro I, Tomo I). São Paulo: Abril Cultural (Os Economistas), 1983.

\_\_\_\_\_. *O Capital: Crítica da Economia Política*. (Livro I, Tomo II). São Paulo: Abril Cultural (Os Economistas), 1996.

MINSKY, H. Central Banking and Money Market Changes. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 71, n.2, p. 171-187, May, 1957.

\_\_\_\_\_. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.

\_\_\_\_\_. Longer Waves in Financial Relations: financial factors in the more severe depressions II. *Journal of Economic Issues*, v. 29, n. 1, p. 533-544, Mar. 1995.

\_\_\_\_\_. *John Maynard Keynes [1975]*. Campinas: Editora UNICAMP, 2011.

MOLLO, M. L. R. A Endogeneidade Pós-Keynesiana da Moeda: traços ortodoxos e heterodoxos. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v. 27, n. 3, p. 395-416, set./dez. 1997.

MOORE, B. J. *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge: Cambridge University Press, 1988.

NASCIMENTO, E. Notas a Respeito da Escola Francesa da Regulação. *Revista de Economia Política*, v.13, n. 12, 1993.

OKUN, A. 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, 1967.

ORENSTEIN, Luiz; SOCHACZEWSKI, Antonio Claudio. Democracia com Desenvolvimento: 1956-1960. In: ABREU, M.P. (Org.). *A Ordem do Progresso: cem anos de política econômica republicana: 1889-1989*. Rio de Janeiro, São Paulo: Campus-Elsevier, 1990. p. 171-195.

PAPADIMITRIOU, Dimitri B.; WRAY, L. Randall. A Tribute to Hyman P. Minsky. *Journal of Economic Issues*. v. 31, n. 2, jun. 1997a. p.491-515.

\_\_\_\_\_. The Institutional Prerequisites for Successful Capitalism. *Journal of Economic Issues*. v. 31, n. 2, jun. 1997b. p. 493-500.

PARGUEZ, Alain. Money without Scarcity: From The Horizontalist Revolution to The Theory of The Monetary Circuit. In: ROCHON, L.; VERNENGO, M. *Credit, Interest Rates and The Open Economy : Essays on Horizontalism*. Edward Elgar: Cheltenham and Northampton, 2003. p. 69-103.

PASINETTI, Luigi. *Structural Economic Dynamics*. Cambridge: Cambridge University Press, 1983

POCHMANN, Marcio. *Qual desenvolvimento? Oportunidades e Dificuldades do Brasil Contemporâneo*. São Paulo: Publisher Brasil, 2009.

\_\_\_\_\_. Perspectivas das Relações de Trabalho no Brasil do Começo do Século XXI. In: CACCIAMALI, M. C.; RIBEIRO, R.; MACAMBIRA, J. *Século XXI: Transformações e Continuidades nas Relações de Trabalho*. Fortaleza: Banco do Nordeste, 2011.

RESENDE, Marco Flávio da Cunha. *Câmbio, Investimento, Poupança e Conta Corrente no Brasil. Dossiê da Crise II*. São Paulo, 2010. Disponível em: <<http://associacaokeynesiana.wordpress.com/2010/04/08/cambio-investimento-poupanca-e-conta-corrente-no-brasil-e-na-china-marco-flavio-cunha-resende/>>. Acesso em 20 set. 2010.

RICARDO, David. *Princípios de Economia Política e Tributação [1817]*. São Paulo: Nova Cultural (Os Economistas), 1988.

SAAD-FILHO, Alfredo; LAPAVITSAS, Costas. A Teoria Horizontalista da Moeda e do Crédito: uma análise crítica. *Estudos Econômicos*, São Paulo, v.29, n. 1, p.23-45. jan./mar. 1999.

SCHMITT, Bernard. The Identity of Aggregate Supply and Demand in Time. In: BARRÈRE, A. (Ed.) *The Foundations of Keynesian Analysis*. London, New York: Macmillan Press, 1988.

SCHUMPETER, J. A. *History of Economic Analysis*. London: Allen & Unwin, 1986.

SICSÚ, João. Planejamento Estratégico do Desenvolvimento e as Políticas Macroeconômicas. In: SICSÚ, João; VIDOTTO, Carlos (Org.). *Economia do Desenvolvimento: teoria e políticas keynesianas*. Rio de Janeiro, São Paulo: Ed. Campus – Elsevier, 2008. p. 137-170.

SILVEIRA, A. M. A indeterminação de Senior. *Revista de Economia Política*, v.11, 1991.

\_\_\_\_\_. A Indeterminação de Senior e o Currículo Mínimo de Economia. *Revista de Economia Política*, v. 19, 1999.

SUMMA, Ricardo; LUCAS, Gustavo. *Estimativas de Produto Potencial para a Economia Brasileira: algumas observações críticas*. Artigo apresentado no III Encontro da Associação Keynesiana Brasileira. São Paulo, 2010.

Disponível em 07 jul. 2012. <<http://www.ppge.ufrgs.br/akb/encontros/2010/50.pdf>>. Acesso em 07 jul. 2012.

TERRA, Fábio; FERRARI FILHO, Fernando. *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. The Balance of Payments Constraints as an Explanation of International Growth Rate Differences. *Banca Nazionale del Lavoro*, Quartely Review, n. 128, 1979

\_\_\_\_\_. A Plain Man's Guide to Kaldor's Growth Laws. *Journal of Post Keynesian Economics*, v.5, n.3 spring, 1983.

\_\_\_\_\_. *A Natureza do Crescimento Econômico: um referencial alternativo para compreender o desempenho das nações*. Brasília: IPEA (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada), 2005.

TRINDADE, José Raimundo. Sistema de Crédito e Oferta Global de Capital de Empréstimo. *Revista da Sociedade Brasileira de Economia Política*, São Paulo, n. 32, 2012.

VAN DER LAAN, et.al. A estratégia de Acumulação de Reservas no Brasil no período 1995-2008: uma avaliação crítica. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 21, n. 1 (44), p. 1-38, abr. 2012.

VERNENGO, Matias. Keynes e o Vício Ricardiano. *Revista de Economia Política*, v. 14, n. 3 (55), jul./set. 1994.

WRAY, L. Randall. *Money and Credit in Capitalist Economies: the endogenous money*. Aldershot: Edward Elgar, 1990.

\_\_\_\_\_. *Money in the Circular Flow, Money in Motion: The Circulation and Post Keynesian Approaches*. Macmillan Press, 1996. p. 440-464.

\_\_\_\_\_. *Trabalho e Moeda Hoje: a chave para o pleno emprego e a estabilidade de preços*. Rio de Janeiro: Ed. UFRJ – Contraponto, 2003.

\_\_\_\_\_. *Endogenous Money: structuralist and horizontalist*. Working Paper N° 512, The Jeromy Levy Economics Institute, 2007.