

TEXTO PARA DISCUSSÃO N° 256

**DÉFICITS GÊMEOS E POUPANÇA NACIONAL:
ABORDAGEM CONVENCIONAL E PÓS KEYNESIANA**

Marco Flávio da Cunha Resende

Abril de 2005

Ficha catalográfica

330.55 Resende, Marco Flávio da Cunha.
R433d Déficits gêmeos e poupança nacional: abordagem
2005 convencional e pós keynesiana / Marco Flávio da Cunha
Resende. - Belo Horizonte: UFMG/Cedeplar, 2005.

29p. (Texto para discussão ; 256)

1. Contas nacionais. 2. Política tributária. 3. Investimentos. 4. Relações econômicas internacionais. 5. Câmbio I. Universidade Federal de Minas Gerais. Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional. II. Título. III. Série.

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
CENTRO DE DESENVOLVIMENTO E PLANEJAMENTO REGIONAL**

**DÉFICITS GÊMEOS E POUPANÇA NACIONAL:
ABORDAGEM CONVENCIONAL E PÓS KEYNESIANA***

Marco Flávio da Cunha Resende

Do CEDEPLAR e do departamento de economia/UFMG.

**CEDEPLAR/FACE/UFMG
BELO HORIZONTE
2005**

* O autor agradece a Cândido L. Fernandes e a Flavius M. L. Vasconcelos pelos comentários e sugestões a uma versão preliminar deste estudo, eximindo-os pelos erros e omissões porventura remanescentes.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	6
2. DÉFICITS GÊMEOS, CÂMBIO, POUPANÇA E INVESTIMENTO: O ARGUMENTO CONVENCIONAL	6
2.1. Déficit Público sob Regime de Taxas de Câmbio Fixas	11
2.2. Déficit Público sob Regime de Taxas de Câmbio Flexíveis	12
2.3 Déficits Gêmeos e Poupança Nacional	13
3. CAUSALIDADE ENTRE INVESTIMENTO E POUPANÇA: O ARGUMENTO PÓS KEYNESIANO	14
3.1. O Circuito <i>Finance-Investimento-Poupança-Funding</i> na Economia Aberta	18
4. CONCLUSÕES	24
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	27

RESUMO

Não há um consenso na literatura sobre a validade da relação entre déficit público, déficit externo e poupança nacional. Em geral, os mecanismos através dos quais déficits públicos poderiam provocar déficits em conta corrente não são salientados nos estudos sobre o tema. Partindo da abordagem Pós Keynesiana, que inverte o nexo causal entre poupança e investimento, chega-se a um resultado distinto daquele encontrado na abordagem convencional (*mainstream*) para a relação entre déficit público e poupança nacional. Constatou-se que nesta abordagem o déficit público pode levar a uma insuficiência de poupança nacional, enquanto naquela abordagem o problema seria de transferência para o exterior dos estímulos do investimento para a formação da poupança. Ademais, a relação entre déficit público, déficit em conta corrente e poupança nacional não é sistemática, e, quando ocorre, se processa por meio de mudanças de preços relativos.

ABSTRACT

A consensus has not yet emerged about the relationship between the budget deficit, external deficit and national saving. In general, the mechanisms through which a budget deficit could cause a current account deficit are not highlighted in the works about this theme. Basing on the Post Keynesian literature one can find a result concerning the relationship between the budget deficit and the national saving distinct from the one observed in the mainstream literature, since Post keynesians invert the causal link between saving and investment. According to mainstream economic literature the budget deficit can cause an insufficiency of national saving while according to Post Keynesians the budget deficit can transfer to abroad the investment stimulus on the saving formation. We arrive at the conclusion that there is not a systematic relationship between budget deficit, current account deficit and national saving and that when it happens it can be processed only through changes in the real exchange rate.

Palavras-Chave: Déficit público, conta corrente, poupança nacional, câmbio real

Key Words: Budget deficit, current account, national saving, real exchange rate

Classificação JEL: E21, E22, E62, F30, F41

1. INTRODUÇÃO

Um consenso ainda não foi alcançado na literatura econômica nacional e internacional sobre a validade da relação entre déficit público, déficit em conta corrente do balanço de pagamentos e poupança nacional. Ademais, o argumento de que déficits públicos provocam insuficiência de poupança nacional em relação a um dado nível de investimento, ensejando, por conseguinte, déficits em conta corrente, contradiz a abordagem Pós Keynesiana. Nesta abordagem, a restrição ao crescimento econômico não poderia ser de poupança, pois é o investimento que antecede a poupança e, não, o inverso.

Todavia, quando a economia opera a pleno emprego dos fatores, a restrição ao aumento da taxa de investimento seria física, isto é, não haveria recursos reais disponíveis que possibilitasse um aumento do investimento. Neste caso, qual seria a relação entre déficit público e poupança nacional na abordagem convencional (*mainstream* econômico) e na abordagem Pós Keynesiana?

O objetivo deste artigo é investigar a validade da relação entre déficit público, poupança nacional e déficit em conta corrente segundo a abordagem convencional e de acordo com a abordagem Pós Keynesiana, seja quando a economia opera a pleno emprego, ou não. Busca-se, ainda, identificar os mecanismos através dos quais estas variáveis poderiam estar relacionadas.

Além desta introdução o artigo conta com outras 3 seções. Na seção 2 são apresentados os argumentos pró e contra a validade dos déficits gêmeos (déficit público e externo) e os mecanismos através dos quais estes déficits poderiam estar vinculados, baseando-se na abordagem convencional. Na seção seguinte apresenta-se o argumento Pós Keynesiano sobre o nexo causal entre investimento e poupança para economias fechadas e abertas, e avalia-se a tese dos déficits gêmeos segundo esta abordagem. A seção 4 destina-se às conclusões do trabalho.

2. DÉFICITS GÊMEOS, CÂMBIO, POUANÇA E INVESTIMENTO: O ARGUMENTO CONVENCIONAL

O estudo teórico e empírico da relação entre déficit público e saldo em conta corrente do balanço de pagamentos tem sido objeto de controvérsia. Em geral, estes estudos têm como referência a seguinte identidade macroeconômica:¹

$$CC \equiv S_I - I$$

Ou, então,

$$CC \equiv Y - E \equiv S^P - (G - T) - I,$$

CC = saldo em conta corrente;
E = despesa agregada;
I = investimento agregado;
G = gastos correntes do governo;

Y = renda nacional;
S^P = poupança privada agregada;
T = receitas correntes do governo;
T - G = poupança pública;
S_I = poupança interna (nacional) = S^P + T - G;

¹ Ver, por exemplo, Vamvoukas (1999), Krugman (1992), Feldstein (1992), Rosensweig e Tallman (1993), Oskooee (1995), Giambiagi & Amadeo (1990), Garcia e Giambiagi (1997), Amadeo (1995), Resende (1995).

Partindo das Contas Nacionais (CN), Simonsen & Cysne (1995, cap. 3) concluem:

- (1) poupança interna bruta = renda nacional disponível bruta – consumo agregado (consumo das famílias e do governo);
- (2) a renda nacional disponível bruta é dada pela subtração do produto interno bruto (PIB) a preços de mercado pela renda líquida enviada ao exterior (RLEE);
- (3) a RLEE = soma do saldo de serviços de fatores e do saldo de transferências unilaterais, do balanço de pagamentos;

Segundo Simonsen & Cysne (1995:166-168), nas CN do Brasil, a poupança interna bruta é a parcela da renda nacional disponível bruta (e não da renda interna) não consumida. Isto é, nas CN do Brasil, $CC \equiv S_I - I$, ou seja, $S_I \equiv CC - I$, e, portanto, S_I é calculada considerando-se a RLEE já que esta é também contemplada para o cálculo do CC. Assim, nas CN do Brasil, a poupança interna pode ser obtida após descontar da renda interna bruta o consumo agregado (famílias + governo) e, também, a RLEE.² Portanto, doravante será o usado o termo “poupança nacional” no lugar de “poupança interna”, conforme é usado na literatura internacional.

A poupança nacional corresponde à soma da poupança do setor privado e da poupança do governo. “A conta do governo inclui apenas as receitas e gastos correntes, não abrangendo as despesas de capital (isto é, os investimentos públicos) do lado da despesa, nem as operações de crédito do lado da receita.” Simonsen & Cysne (1995:143).³

Portanto, poupança do governo = investimento público – déficit público.⁴ A poupança pública é definida residualmente, ou seja, quanto maior o déficit do governo, menor é a sua poupança (Giambiagi & Alem, 1999:62). O investimento corresponde ao aumento do estoque de capital físico da economia (formação bruta de capital fixo mais variação de estoques; Simonsen & Cysne, 1995:151).

É comum o argumento de que o déficit público resulta em déficit em transações correntes (déficits gêmeos). Tal argumento baseia-se na identidade macroeconômica supracitada, conforme Resende (1995) e Vamvoukas (1999). Porém, as identidades das CN têm uma natureza contábil na medida em que as variações de estoque são contempladas, desejadas ou não. As CN representam uma situação de “equilíbrio macroeconômico *ex-post*”. Portanto, a identidade supracitada “não é uma teoria econômica ou uma regularidade empírica, mas uma identidade contábil sobre a qual não pode haver nenhum debate” (Feldstein, 1992:4). Ainda, “(...) olhar para as identidades nunca pode ser a análise

² Isto pode causar alguma confusão nas CN do Brasil: embora a RLEE seja considerada no cômputo da poupança interna, o termo “interna” não foi substituído pelo termo “nacional”, no caso da poupança. Ver, também, Lopes & Vasconcellos (1998:35). Em Obstfeld & Rogoff (1996:15-16), Krugman & Obstfeld (2000:319), entre outros, onde é apresentada a Contabilidade Nacional de um modo geral, e não as Contas Nacionais do Brasil, constata-se que a subtração da renda nacional pelo consumo agregado corresponde à definição de poupança nacional, e, não, de poupança interna. Porém, nas CN do Brasil, o saldo exportador líquido subtraído da RLEE faz parte da poupança interna.

³ Ou seja, “a poupança do governo não deve ser associada ao conceito de déficit ou superávit primário do governo, pois este inclui todas as transações do setor público (com exceção dos juros nominais da dívida pública), enquanto a poupança do governo no Sistema de Contas Nacionais se refere apenas às transações correntes, ou despesas de custeio (salários, material de consumo, etc.) não incluindo os gastos do setor público em bens de capital” Lopes & Vasconcellos (1998:37).

⁴ Este último inclui o pagamento dos juros das dívidas públicas interna e externa.

completa. Devemos perguntar como a identidade contábil é traduzida em incentivos que afetam o comportamento individual” Krugman (1992:5).⁵

Segundo Krugman (1992:4), “o vínculo entre desequilíbrios orçamentários e desequilíbrios comerciais é muito fraco.” Em primeiro lugar, o desequilíbrio fiscal pode apenas deslocar gastos privados (*crowding out*) e/ou estimular a poupança privada (Equivalência Ricardiana), sem afetar a absorção doméstica e, portanto, o CC.⁶ Em segundo lugar, não estão claros os mecanismos através dos quais um excesso da absorção doméstica sobre a produção nacional deterioraria o CC. Krugman (1992) argumenta que mudanças no CC dependem de alterações na distribuição dos gastos mundiais, sendo que tais alterações dependem de mudanças na taxa de câmbio real.⁷

Ou seja, ele argumenta que para alguns autores, como McKinnon (1984), hiatos de poupança-investimento são diretamente refletidos na balança comercial, sem necessidade de alteração dos preços relativos, quando há mobilidade de capitais. Porém, este argumento confunde se uma mudança na taxa de poupança será refletida em uma mudança na distribuição dos gastos mundiais com outra questão, a saber, se uma mudança nessa distribuição requer uma mudança de preços relativos (Krugman, 1992:15). A última questão é uma questão sobre o mercado de bens, e, não, sobre o mercado de capitais. Krugman (1992:14) demonstra que a correção do desequilíbrio no CC num contexto de pleno emprego só é viável mediante mudanças na taxa de câmbio real.⁸

É comum o argumento de que o desequilíbrio das contas públicas implica em excesso do investimento sobre a poupança nacional que, por seu turno, resulta em absorção de poupança externa (CC deficitário), necessária para compensar a insuficiência de poupança nacional. Ou seja, o investimento corresponde ao aumento do estoque de capital físico da economia e, em equilíbrio macroeconômico (*ex post*), é contabilmente igual à soma das poupanças nacional e externa (Feijó et alii, 2001:8). Assim, a poupança nacional é a renda não consumida e está associada à produção doméstica de capital. Se o déficit público implica em aumento do consumo para um dado nível de renda, argumenta-se que haverá redução da taxa de poupança nacional, isto é, insuficiência de poupança nacional para um dado nível de investimento (Resende, 1995). Todavia, os mecanismos através dos quais este processo se manifesta não são claros.

⁵ “A teoria ingênua diz que, para reduzir de X o déficit em transações correntes do balanço de pagamentos, basta cortar no mesmo montante X o déficit público (...) a contabilidade nacional (...) não passa de um aglomerado de tautologias. As suas equações decorrem das próprias definições das variáveis, não envolvendo hipóteses de comportamento passíveis de corroboração ou de contestação empírica. Sem essas hipóteses de comportamento, é impossível construir qualquer modelo teórico consistente. As explicações da inflação e do déficit de transações correntes pelo déficit público, acima apresentadas, pecam exatamente pela extrema pobreza das hipóteses de comportamento (...) as relações entre causa e efeito são muito mais complexas do que o simples instrumental da contabilidade nacional pode revelar.” Simonsen & Cysne (1995:165).

⁶ Sobre a Equivalência Ricardiana ver, por exemplo, Seater (1993).

⁷ Sobre o tema dos déficits gêmeos, Krugman (1992:24) argumenta que há uma conclusão definitiva e uma probabilidade. A redução de desequilíbrios externos requer depreciação do câmbio real nos países deficitários e apreciação do câmbio real nos países superavitários, e isto é definitivo. Porém, a contribuição dos desequilíbrios fiscais para ampliar os desequilíbrios externos seria apenas uma probabilidade. A esse respeito, Pastore & Pinotti (1995:140) consideram que “estabelecer se as flutuações do câmbio real são menos importantes do que as variações do excesso de absorção sobre o produto na determinação da magnitude dos saldos comerciais, no entanto, é uma questão empírica, com as evidências favorecendo a importância relativa da taxa cambial”. Ainda, “Investigações empíricas recentes sobre a relação entre os déficits orçamentário e comercial geraram resultados dúbios” Vamvoukas (1999:1093). “Um grande número recente de artigos examina a relação entre déficits orçamentário e comercial. Cada artigo contribui com importantes *insights*, mas nenhum consenso ainda foi alcançado”. Rosensweig & Tallman (1993:580).

⁸ O autor demonstra que apenas em uma situação teórica, que não prevalece na prática, seria possível corrigir o desequilíbrio em conta corrente de uma economia em pleno emprego apenas através do aumento dos gastos no resto do mundo. Porém, o modelo de Krugman (1992) pode ser refinado supondo dois setores: o de bens comerciáveis e o de não comerciáveis. Nesse caso, a redistribuição dos gastos mundiais, por maior que seja, não corrige de tal desequilíbrio num contexto de pleno emprego, fazendo-se necessária uma mudança de preços relativos para o alcance desse objetivo.

Tavares et alli (1982:35) argumentam que tal processo não é concretamente possível, pois na medida em que em um certo momento do tempo o estoque de capital da economia está dado, o aumento da absorção doméstica não pode transformar bens de capital destinados à produção de capital em bens de capital destinados à produção de bens de consumo, e vice-versa.⁹ Sendo assim, o déficit público não reduz a disponibilidade interna de máquinas e equipamentos requeridos para o investimento e, antão, seriam falaciosas as relações entre déficit público e insuficiência de poupança nacional e entre déficit público e déficit externo.¹⁰

Todavia, o argumento de Tavares et alli (1982) só é válido para economias fechadas. Se alterações na absorção doméstica vierem acompanhadas de mudanças dos preços relativos haverá mudanças na oferta de bens de investimento, alterando a poupança nacional, em economias abertas. Através da depreciação (apreciação) da taxa de câmbio real a poupança nacional pode ser ampliada (reduzida).¹¹

Há dois efeitos distintos relacionados à mudança da taxa de câmbio real: o aumento relativo dos preços dos bens comerciáveis estimula a substituição do consumo em direção aos não-comerciáveis, ao mesmo tempo em que estimula o aumento da produção daqueles. Segundo Pastore e Pinotti (1995:141), com a desvalorização da taxa de câmbio real, a receita marginal eleva-se em relação ao custo marginal no setor de bens comerciáveis visto que bens não-comerciáveis são insumos para a produção de bens comerciáveis. Neste caso, uma nova otimização será realizada elevando a utilização de bens não-comerciáveis, que serão empregados até o ponto no qual a receita marginal volte a se igualar ao custo marginal, elevando a produção de bens comerciáveis. Resultado semelhante também é obtido quando se trabalha com um modelo de fixação de preços segundo a regra de *mark-up*, e onde a economia não opera necessariamente a pleno emprego.¹² O aumento do preço no setor de bens não-comerciáveis em relação ao setor de bens comerciáveis pode eliminar produtores de bens comerciáveis menos eficientes por meio do esmagamento de suas margens de lucro decorrente do aumento de custos de produção – aumento de preços de bens não-comerciáveis. Do mesmo modo, a queda do preço relativo de bens não-comerciáveis viabiliza a entrada de produtores menos eficientes no setor de bens comerciáveis.

⁹ “A abstinência do trabalhador (...) não pode converter-se em poupança efetiva (...) Isto pela simples razão de que, da banana ao feijão preto, do rádio de pilha ao tevê em cores, nenhum desses produtos postos à margem do consumo pode transmutar-se, num passe de mágica, no cimento, no aço ou no projeto de engenharia que irão constituir a base real do investimento.” Tavares et alli (1982:35).

¹⁰ Segundo Garcia (1997), “Em geral, a poupança pública diminui quando aumenta o déficit público, ou seja, o aumento do déficit público após o Plano Real deixou um volume menor de bens e serviços para serem investidos e consumidos pelo setor privado. Assim, para se investir mais - construindo novas fábricas e gerando mais empregos - é preciso que se importe (liquidamente) mais, pressionando a balança comercial, como tem acontecido. Note que se fala aqui exclusivamente de bens e serviços, e não de dinheiro ou recursos investidos. (...) É claro que os gastos de investimentos das firmas são financiados de alguma forma, mediante lucros retidos, empréstimos ou lançamentos de ações. Entretanto, quando se diz que se quer elevar a taxa de investimento da economia brasileira em 3 ou 4% do PIB, o problema é de onde vão sair os bens e serviços que constituirão o investimento. Sob tal ótica, dada a produção doméstica, os bens e serviços adicionais só poderão sair de um menor consumo privado (maior poupança interna privada), de um menor consumo do governo (maior poupança interna pública) ou de um maior déficit em transações correntes (poupança externa)” – grifos nossos.

¹¹ “não há nenhum canal direto pelo qual a relação poupança-investimento é refletida de alguma maneira no saldo comercial sem afetar a taxa de câmbio real.” Krugman (1992:24).

¹² Sobre o modelo de *mark-up* ver, por exemplo, Kandir (1989), Pereira (1999).

O aumento dos preços dos bens comerciáveis em relação aos preços dos não comerciáveis resulta, então, em aumento do saldo comercial. A elevação das exportações líquidas corresponde contabilmente à ampliação da poupança nacional.¹³ Portanto, máquinas que produzem bens de consumo não podem se metamorfosear em máquinas produtoras de bens de investimento, porém, os bens de consumo exportados geram divisas externas para importar bens de capital.

O aumento da absorção doméstica acima de uma dada taxa de crescimento do produto potencial, quando acompanhado de apreciação da taxa de câmbio real, reduz as exportações líquidas, inibindo a oferta de bens de investimento (bens de capital) que ocorre por meio de importações, num contexto de equilíbrio externo. Para que tal oferta não se reduza, torna-se necessário manter o nível das importações de bens de capital, apesar da queda das exportações líquidas, deteriorando-se o saldo em conta corrente (absorção de poupança externa).

Assim, supondo que déficits públicos implicam aumentos na absorção doméstica (ausência de *crowding out* e/ou Equivalência Ricardiana), a questão-chave é saber se o aumento da absorção doméstica resulta em apreciação da taxa de câmbio real, necessariamente. A apreciação da taxa de câmbio real levará a uma insuficiência de poupança nacional em relação a um dado nível de investimento.

Para a economia brasileira, à primeira vista os dados não sugerem uma relação sistemática entre estas variáveis. Nos anos 1980 o déficit público crescia celeremente, mas o câmbio real depreciava-se, enquanto na segunda metade dos anos 1990 o déficit público subia, mas o câmbio real apreciava-se. Krugman (1992), analisando os dados para a economia dos USA, também não encontrou evidências de uma relação sistemática entre estas variáveis. Evans (1986) encontrou evidências de que os déficits públicos norte americanos depreciam o *dollar*, ao invés de apreciá-lo. A inexistência de tal relação sistemática pode advir da ocorrência de *crowding out* e/ou Equivalência Ricardiana. De todo modo, antes da verificação empírica desta questão, deve-se proceder à sua análise teórica, tarefa que será executada neste trabalho.

Portanto, é necessário avaliar os efeitos de déficits públicos sobre a taxa de câmbio real quando estes são financiados ou por emissão monetária ou pelo aumento da dívida pública interna, quer em regime de taxa de câmbio fixa, quer flexível, seja com o produto em seu nível de pleno emprego ou aquém deste e num modelo onde são contemplados os setores de bens comerciáveis (BC) e de bens não-comerciáveis (BNC). Será feita a hipótese de ausência de *crowding out* e/ou Equivalência Ricardiana. Por fim, como já deve estar claro, estamos no terreno do curto prazo, isto é, esta discussão não passa pelos estímulos sobre a produção doméstica de bens de capital que o déficit público pode ensejar. Ademais, no médio/longo prazo a produção doméstica potencial de bens de investimento sempre pode ser ampliada por meio do progresso técnico, não havendo o problema da falta de recursos reais para a viabilização do investimento. – tal problema corresponde, na ótica convencional, à insuficiência de poupança nacional.

¹³ “A desvalorização aumenta o preço e reduz a demanda pelos bens chamados comerciáveis. Cai, portanto, o consumo desses bens e aumenta a poupança interna. Eis por que o saldo em conta corrente melhora.” (Resende, 1995:135).

2.1. Déficit Público sob Regime de Taxas de Câmbio Fixas

Suponha uma economia sob regime de taxas de câmbio fixas e operando a pleno emprego. Um aumento da demanda agregada decorrente de um déficit público financiado por meio de emissão monetária levará à valorização da taxa de câmbio real. Ou seja, o excesso de demanda pressionará os preços nos setores de BC e BNC, e o ajuste se dará através do aumento de preços neste último e de importações de BC, via mecanismos de arbitragem. A mudança de preços relativos em favor dos BNC resultará em apreciação da taxa de câmbio real e em deterioração do CC.

Neste caso, partindo de uma situação de equilíbrio no CC, o déficit público, ao implicar em aumento da absorção doméstica em relação ao produto nacional, resultou em queda da poupança nacional, operada por meio da apreciação da taxa de câmbio real. O consequente excesso do investimento sobre a poupança nacional será financiado através da absorção de poupança externa.

Contudo, na situação onde o nível de equilíbrio do produto está aquém do nível de pleno emprego, um aumento da absorção doméstica decorrente do déficit público pode resultar apenas na ampliação da produção interna de BC e de BNC. Neste caso, não há uma relação sistemática entre déficit público e apreciação da taxa de câmbio real.

Num regime de taxas de câmbio fixas, quando o déficit público é financiado por meio do endividamento público numa economia que opera a pleno emprego, as taxas de juros reais domésticas podem se elevar, aumentando o influxo de capitais externos e provocando a apreciação da taxa de câmbio real. Este argumento está desenvolvido em Rosensweig & Tallman (1993:582) e baseia-se no modelo de Mundell-Fleming. O déficit orçamentário implica o deslocamento da curva IS para cima, elevando a taxa de juros real doméstica e atraindo capitais externos. Superávits no balanço de pagamentos levam à ampliação da base monetária e ao deslocamento para baixo da curva LM. A consequente elevação da renda pressiona os preços dos BNC, apreciando a taxa de câmbio real.¹⁴ Este caso corrobora a tese dos déficits gêmeos, pois, através da apreciação da taxa de câmbio real o déficit público resulta em insuficiência de poupança nacional para um dado nível de investimento.

Porém, quando o nível de equilíbrio do produto está aquém do nível de pleno emprego, o déficit público não provoca necessariamente a apreciação da taxa de câmbio real. O aumento da demanda por BNC pode resultar no aumento da sua produção doméstica, ao invés de provocar uma mudança de preços relativos.

Ademais, no modelo IS/LM/BP o aumento da renda implica em aumento das importações. Porém, se inicialmente a balança comercial encontrava-se equilibrada, tal aumento da renda não provoca necessariamente déficit comercial – e, se não há déficit comercial, não há redução da poupança nacional -, pois: i) quando há capacidade ociosa na economia num contexto de retornos crescentes de escala, o aumento da absorção doméstica estimulará o aumento do produto doméstico e a

¹⁴ Este mesmo resultado pode ser demonstrado sem o uso do modelo de Mundell-Fleming. O aumento dos gastos do governo financiados através de emissão de dívida pública impacta diretamente na demanda agregada sem ocorrer, paralelamente, o aumento das taxas de juros internas quando há baixa preferência pela liquidez. A elevação da demanda agregada, numa conjuntura de pleno emprego e câmbio fixo, resulta em elevação relativa dos preços dos BNC. A relação entre déficits orçamentários do governo, elevação das taxas de juros domésticas e apreciação da taxa de câmbio real num regime de câmbio flexível está em Feldstein (1992), entre outros, e será analisada adiante.

competitividade das exportações, *a la* Dixon & Thirlwall (1994), o que pode resultar em equilíbrio da balança comercial; ii) o equilíbrio comercial pode ser garantido se paralelamente ao crescimento das importações há incrementos das exportações em função de uma aceleração do crescimento da renda mundial; e, iii) no modelo IS/LM/BP as exportações são consideradas exógenas em relação à renda doméstica, porém, esta simplificação não tem amparo no mundo real. Há na literatura nacional e internacional estimativas de equações de exportação que demonstram a importância do grau de utilização da capacidade instalada, da renda real e da renda potencial, além da taxa de câmbio real, para explicar as exportações de um país.¹⁵ Assim, quando a renda eleva-se as exportações também podem aumentar. Portanto, não há, no caso em análise, uma relação sistemática entre déficit público e déficit externo.

2.2. Déficit Público sob Regime de Taxas de Câmbio Flexíveis

Numa economia sob regime de taxas de câmbio flexíveis e operando a pleno emprego, um déficit público financiado por emissão monetária pressionará os preços dos BC e dos BNC. A taxa de câmbio nominal acompanhará o aumento de preços, mantendo-se o equilíbrio externo, *ceteris paribus*. A inflação resultante acomodará o aumento da absorção pública por meio da redução da absorção privada, em termos reais. Após o ajuste via preços, não surgirá necessariamente uma alteração na taxa de câmbio real.

Com um nível de produto aquém do seu nível de pleno emprego, um déficit público financiado por emissão monetária pode estimular o aumento da produção de BC e de BNC, sem provocar necessariamente uma mudança de preços relativos. Neste caso, chega-se à mesma conclusão: não há uma relação sistemática entre déficit público e insuficiência de poupança nacional em relação a um dado nível de investimento.

Numa economia sob regime de taxas de câmbio flexíveis e que opera a pleno emprego, os déficits do governo financiados por meio do endividamento público representam queda da poupança pública, que, por hipótese, não é compensada pelo aumento da poupança privada. Assim, a poupança nacional se reduz em relação ao investimento agregado provocando elevação da taxa de juros real doméstica, aumentando a entrada líquida de divisas no balanço de pagamentos – supondo que a mobilidade de capitais é suficiente para que a entrada destes mais do que compense o aumento da demanda de divisas externas associado à elevação do déficit público.¹⁶ Assim, as taxas de câmbio nominal e real apreciam-se (Feldstein, 1992:2-3; Rosensweig & Tallman, 1993:582; Krugman, 1992:5). Porém, se a mobilidade de capitais é pequena a ponto de impedir a apreciação da taxa de câmbio, o déficit público resultará apenas em inflação em ambos os setores de BC e de BNC.

¹⁵ Ver, por exemplo, Castro & Cavalcanti, 1998.

¹⁶ No pleno emprego, o déficit público pressiona a absorção nos setores de BC e BNC. Neste último, verificar-se-á uma elevação de preços. No primeiro setor, o aumento da absorção pressionará a taxa de câmbio para cima se a atração de capitais promovida pelo aumento das taxas de juros domésticas não for suficientemente elevada. Neste caso, a elevação da taxa de câmbio nominal estimula o aumento de preços também no setor de BC. Portanto, a taxa de câmbio real não se aprecia, necessariamente.

Do mesmo modo, sob taxas de câmbio flexíveis, o mesmo processo pode ocorrer quando a economia opera a um nível aquém do pleno emprego. Porém, a mobilidade de capitais está longe de ser perfeita (Feldstein & Horioka, 1980; Krugman, 1992). Havendo capacidade ociosa na economia, o aumento da taxa de juros real doméstica pode não atrair as divisas externas suficientes para satisfazer o aumento de sua demanda que decorre do incremento das importações. Ou seja, o financiamento do déficit público pode provocar o aumento da taxa doméstica de juros, mas o aumento da produção decorrente da elevação da absorção doméstica pode implicar em crescimento das importações (e até mesmo queda das exportações) a ponto de reduzir, ou não alterar, a oferta de divisas externas em relação à sua demanda. Neste caso, a taxa de câmbio nominal (real) não se aprecia e o aumento da absorção se traduz em aumento do produto, não havendo, necessariamente, elevação de preços.

Além disso, quer com a economia operando a pleno emprego quer operando aquém desse nível, a apreciação cambial não se verifica, necessariamente, visto que no regime de taxa de câmbio flexível a flutuação desta taxa é, na prática, suja. O Banco Central participa do mercado cambial, podendo atuar comprando o excesso de oferta de divisas externas com vistas a acumular reservas externas e, também, evitar a apreciação da taxa de câmbio.

2.3 Déficits Gêmeos e Poupança Nacional

Conclui-se do exposto até aqui que, em geral, mesmo supondo ausência de *crowding out* e de Equivalência Ricardiana, não há uma relação sistemática entre déficit público e apreciação da taxa de câmbio real. No regime de taxa de câmbio fixa, tal relação é válida apenas quando a economia opera a pleno emprego. No regime de taxa de câmbio flexível, em nenhuma das situações estudadas esta relação verifica-se, necessariamente (Quadro 1).

QUADRO 1
Relação entre Déficit Público e Apreciação da Taxa de Câmbio Real¹

	Câmbio Fixo		Câmbio Flexível	
	Emissão Monetária	Emissão de Dívida Pública	Emissão Monetária	Emissão de Dívida Pública
Pleno Emprego	Apreciação do câmbio real	Apreciação do câmbio real	Não há, necessariamente, apreciação do câmbio real	Não há, necessariamente, apreciação do câmbio real ²
Aquém do Pleno Emprego	Não há, necessariamente, apreciação do câmbio real			

Fonte: elaboração própria. ¹ Supõe ausência de *crowding out* e de Equivalência Ricardiana. ² Esse resultado seria outro se, necessariamente, a mobilidade mundial de capitais for elevada o suficiente a ponto de se verificar aumentos no influxo líquido de divisas externas num país sempre que a taxa de juros doméstica se elevar em relação à taxa de juros internacional, qualquer que seja a magnitude desta diferença, hipótese pouco plausível num mundo onde estão presentes expectativas quanto às possibilidades de *default* das economias nacionais e onde não há plena conversibilidade da conta de capitais. Ademais, no mundo real o regime de taxas de câmbio flexível é “sujo”.

Portanto, se é através da apreciação da taxa de câmbio que déficits públicos resultam em insuficiência da poupança nacional, a tese de que déficits públicos implicam deterioração do saldo em conta corrente e na necessidade de absorção de poupança externa de modo a garantir o financiamento de uma dada taxa de investimento não parece ter consistência teórica. Tal tese fica ainda mais fragilizada quando se considera a possibilidade de ocorrência de *crowding out* e/ou Equivalência Ricardiana. Por simetria, pode-se afirmar que o superávit público não provoca, necessariamente, a depreciação da taxa de câmbio real. Portanto, o ajuste fiscal público não leva, necessariamente, à ampliação da oferta de bens de investimento – ampliação da poupança nacional.

Portanto, na ótica convencional é um equívoco argumentar que o déficit público reduz a poupança nacional em relação ao PIB, ensejando insuficiência desta poupança, pois: i) bens de capital que produzem bens de capital não podem se metamorfosear em máquinas produtoras de bens de consumo para atender às demandas de um governo perdulário; e, ii) não há uma relação sistemática entre déficit público e apreciação da taxa de câmbio real.

A abordagem Pós-Keynesiana inverte a relação de causalidade entre poupança e investimento. O déficit público não poderia, então, provocar insuficiência de poupança nacional, mesmo quando ele resulta em apreciação cambial. Todavia, quando a economia opera a pleno emprego dos fatores, a restrição ao aumento da taxa de investimento seria física, isto é, não haveria recursos reais disponíveis para realizar um aumento do investimento. Neste caso, qual seria a relação entre déficit público e poupança nacional na abordagem Pós Keynesiana? Estes pontos serão estudados nas próximas seções.

3. CAUSALIDADE ENTRE INVESTIMENTO E POUPANÇA: O ARGUMENTO PÓS KEYNESIANO

Em economias monetárias prevalece o circuito *Finance-Investimento-Poupança-Funding*. O investimento antecede a poupança que, por seu turno, deriva do crescimento econômico. O papel da poupança é consolidar (mas não financiar) a acumulação de capital, reduzindo a instabilidade financeira que acompanha o crescimento econômico e proporcionando sustentabilidade ao mesmo (Keynes, 1988b, 1988c; Davidson, 1992 e 1994; Minsky, 1986).

O financiamento do investimento elaborado em Keynes (1988c) apresenta duas etapas: i) o investimento planejado ou *ex ante*, quando a poupança ainda não foi criada via multiplicador;¹⁷ esse investimento corresponde ao crédito de curto prazo demandado pelas firmas no intervalo de tempo entre a decisão de investimento e sua implementação, visando financiar a produção de bens de capital. Essa demanda de crédito, foi denominada por Keynes de motivo finanças (*finance motive*),¹⁸ ii) o investimento propriamente dito (ou de longo prazo, segundo Boianovsky, 1988:301), ao qual corresponde uma poupança agregada que surge via multiplicador dos gastos.

¹⁷ “O investimento planejado – isto é, o investimento *ex ante* – pode precisar garantir sua provisão financeira antes que ocorra o investimento, quer dizer, antes que a poupança correspondente se processe”. Keynes (1988b: 322). Keynes (1988c) apresenta os motivos pelos quais o investimento *ex ante* não poderia ser financiado por uma suposta poupança *ex ante*.

¹⁸ O termo *finance* não tem similar em língua portuguesa sendo usualmente traduzido como finanças.

O financiamento de curto prazo está ligado a um “fundo rotativo” através do qual a liquidez do sistema bancário é restaurada via operação do multiplicador Keynesiano. Isto é, o crédito associado ao motivo *finance* encontra sua oferta nesse fundo. Ademais, ele é usado para estimular o nível de atividade na indústria de bens de capital (bens de investimento), gerando, neste processo, uma renda através do multiplicador keynesiano.¹⁹ Parte da renda que vai sendo gerada por meio do multiplicador retorna ao sistema bancário na medida em que ela não é usada para consumo, constituindo-se em poupança. Ao final desse processo, quando ocorre a maturação da produção dos bens de capital, os poupadores compram uma participação (ações) na propriedade do estoque de capital criado pelo investimento propriamente dito (de longo prazo, ou *ex post*) – e que corresponde à compra de bens de capital.²⁰ As firmas vendem ações aos poupadores, cuja poupança resultou da despesa de investimento propriamente dito, e utilizam a liquidez assim obtida para saldar a dívida de curto prazo junto ao sistema bancário. Portanto, o *funding* corresponde a esse processo de “consolidar” a dívida de curto prazo, isto é, transformá-la numa relação de longo prazo através da emissão de ações e de títulos.²¹

Assim, apenas quando o nível de investimento na economia estiver subindo é que se verificará uma maior demanda por liquidez e, consequentemente, pressão altista sobre a taxa de juros. Ou seja, a taxa de poupança implica em depósitos no sistema bancário repondo a liquidez dos fundos rotativos. Deste modo, se a taxa de investimento é constante, não se verifica um aumento da demanda por liquidez, no sistema.²² Portanto, poupança e financiamento da despesa do investimento não se confundem, necessariamente.²³

¹⁹ Segundo Davidson (1994:122-123), “Empresários devem ter os saldos monetários em mãos entre os períodos de pagamento relativo aos contratos de compra de insumos requeridos para a produção de bens de capital de modo a assegurar-se de que estão aptos a cumprir esses contratos. A quantidade de saldos monetários necessária em cada período para fazer face a esses contratos (pagamentos) futuros ligados à produção de bens de investimento permanecerá inalterada enquanto o investimento planejado também permanecer. Se, por exemplo, as expectativas de lucro crescerem exogenamente, (...) empresários demandarão bens de investimento adicionais (...) a demanda por moeda para pagar pela produção desses bens de investimento adicionais a qualquer nível de taxa de juros crescerá mesmo antes de qualquer emprego e renda adicionais terem sido gerados (...) é evidente do *Tratado sobre a Moeda* e das notas de Keynes de 1937 (...) sobre o motivo finanças, que, especificar a demanda por moeda como uma função direta da renda corrente é uma simplificação grosseira e errada de sua análise da liquidez.” Ainda “Investimento é um processo no tempo e envolve um grande número de firmas que produzem insumos para a formação do ativo de capital final. Investimento envolve um complexo de pagamentos que precisa ser financiado (...) investimento em nossa economia é uma transação de troca de dinheiro agora por dinheiro mais tarde.” Minsky (1986:214).

²⁰ Note, neste processo, a relevância da defasagem temporal existente entre o pedido feito à indústria de bens de capital, que corresponde à decisão de investir, e a maturação da produção dessa categoria de bens. Note, também, a relevância dos mercados secundários, visto que estes garantem liquidez para títulos de longo prazo. É a possibilidade de se desfazer desses títulos no curto prazo, por meio de suas vendas nos mercados secundários, que os tornam atrativos para os poupadores. Este seria o lado positivo, desses mercados. O lado negativo corresponde à sua natureza especulativa, que pode provocar uma redução nos preços dos títulos (dado um aumento da preferência pela liquidez), em geral, deteriorando o nível de fragilidade financeira de todo o sistema econômico (Minsky, 1986).

²¹ Quando o *funding* não pode ser realizado pela via do autofinanciamento, ele deve ser concretizado no mercado de capitais através da emissão de ações, por exemplo. Porém, se as “famílias”, no agregado, não desejam utilizar sua poupança de modo a subscrever todo o volume de ações (novas) emitidas, então “os bancos devem participar do processo ofertando o dinheiro adicional necessário à taxa de juros prevalecente” Davidson (1992:52). Sobre detalhes dos mecanismos relacionados ao processo de *finance/funding*, ver Davidson (1992:47-51).

²² Andrade (1992), Explicando a controvérsia entre Asimakopoulos de um lado e, de outro, Kregel, Davidson, entre outros, chama a atenção para o fato de que o primeiro, como, também, Kaldor, realiza um retorno à Teoria dos Fundos Emprestáveis ao desconsiderar o conceito de demanda efetiva, em Keynes, no circuito *finance-investimento-poupança-funding*. Quando a taxa de investimento é constante, a poupança prévia “pode” garantir a liquidez requerida para a realização de *finance* e do investimento, mas isto não necessariamente ocorrerá, dado o princípio da demanda efetiva. Portanto, quando há uma restrição ao investimento ela é de liquidez, e, não, de poupança. Segundo Andrade (1992:123), “a controvérsia que hoje se estabelece entre Asimakopoulos, de um lado, e Kregel, Davidson e Snippe, de outro, em torno do motivo finanças de Keynes, representa (...) uma retomada do debate entre Keynes, Ohlin, Robertson e Hicks de 1936, 1937 e 1939”.

²³ “Mas ‘financiamento’ nada tem a ver com poupança. No estágio ‘financeiro’ das providências, não houve da parte de ninguém a efetivação de poupança líquida, da mesma forma que não houve investimento líquido. ‘Financiamento’ e ‘compromissos de financiamento’ são simples entradas contábeis de crédito e débito, que facilitam aos empresários ir adiante com segurança”. Keynes (1988b:323).

A taxa de juros, por sua vez, é determinada independentemente da taxa de poupança, constituindo-se em um fenômeno monetário e se relacionando inversamente com o investimento. Numa economia monetária de produção, a taxa de juros não corresponde à retribuição “pela espera para consumir” e, sim, pela renúncia à liquidez. O juro é determinado pela preferência pela liquidez e pela oferta de moeda, esta última determinada pela política monetária e pelas estratégias de crédito dos bancos.²⁴ O conceito de preferência pela liquidez está associado ao conceito de incerteza.

A economia monetária de produção difere da “economia primitiva” na medida em que as firmas não compram os fatores de produção com uma participação predeterminada do produto agregado. Isto ocorre porque são inerentes ao processo de produção demoras e defasagens de reação (relacionadas à disponibilidade de informação e à natureza técnica da produção), ao mesmo tempo em que as firmas não visam obter “satisfação” ou “utilidade”, mas, sim, o máximo lucro monetário possível – “essa é a característica essencial de uma economia empresarial” (Davidson (1992:115). De outro lado, são as firmas os principais agentes econômicos detentores do poder de decisão devido à “raridade” do capital – este apresenta uma escassez relativa em função do ciclo econômico, pois “o pessimismo e a incerteza a respeito do futuro que acompanham um colapso da eficiência marginal do capital suscitam, naturalmente, um forte aumento da preferência pela liquidez e, consequentemente, uma elevação da taxa de juros” Keynes (1988a:213).

Deste modo, as decisões tomadas pela firma no presente não serão necessariamente validadas no futuro, na medida em que numa economia caracterizada pelos fatores acima citados e onde a renda é distribuída em forma monetária, o ambiente torna-se incerto, no sentido de que o tempo é irreversível. Assim, as decisões são tomadas, então, à base de expectativas e, não, de informações. Quanto mais distantes estão os horizontes temporais associados às decisões, mais estas se aproximam de “decisões cruciais”, que são aquelas que caracterizam processos irreversíveis. As concepções de tempo, de incerteza e de moeda são, portanto, fundamentais em economias monetárias.

“O princípio da incerteza, assim, é importante para a crítica de teorias deterministas, mas seu papel positivo não se esgota em lamentos niilistas, mas, sim, em permitir responder à pergunta ‘Como fazemos, em tais circunstâncias para nos comportarmos de um modo que nos salve a face enquanto homens econômicos racionais? Nós criamos para este propósito uma variedade de técnicas’ (CWJMK, XIV:114). São estas técnicas e suas consequências que importa examinar. A preferência pela liquidez e o comportamento convencional, para citar apenas as técnicas mais conhecidas, só fazem sentido nestas circunstâncias. A deficiência de demanda efetiva, que para Keynes decorre dessas técnicas, é um de seus resultados característicos.” Carvalho (1992b:177-178).²⁵

²⁴ A oferta de moeda tem um caráter endógeno. Na perspectiva Pós Keynesiana, tanto o multiplicador bancário – onde a oferta de moeda é, em última instância, determinada exogenamente pelo Banco Central - quanto a teoria do equilíbrio de Portfólio – onde a incerteza não é considerada, e que tornou-se dominante nas teorias contemporâneas de finanças e de demanda por moeda – são equivocadas. “Sob incerteza, competição implica que a capacidade individual dos bancos em criar crédito deve ser suficientemente elástica para fazer face a uma eventual mudança na demanda de crédito de seus clientes. Similarmente a outros agentes econômicos, bancos mantêm reservas voluntárias e outros ativos líquidos (tais como *marketables securities*) em seus portfólios por motivo de precaução. Dada a incerteza inerente à economia monetária de produção, bancos, como qualquer outro agente, também têm preferência pela liquidez”. Studart (1995:41). Sobre o caráter endógeno da oferta de moeda, ver Davidson (1994:135-136), Studart (1995:41-44) e Carvalho (1993).

²⁵ Sobre o papel da moeda em economias monetárias e suas características de negligenciáveis elasticidades de produção e de substituição, ver Keynes (1988a, cap.17), Amado (2000). Sobre o conceito de economia monetária de produção, e as citadas concepções de tempo, incerteza e moeda, ver Carvalho (1992a; 1992b), Amado (2000), Davidson (1992), Dow (1985).

Portanto, em economias monetárias o investimento é sensível ao grau de incerteza e às expectativas a ele associadas, que, por seu turno, dependem das condições de *finance* e de *funding* do sistema, entre outros fatores.²⁶ A poupança não afeta o investimento, mas possui um papel relevante no processo de consolidação do mesmo (*funding*), condição necessária para a sustentação do investimento e do crescimento econômico.

Assim, qual é a relação entre déficit público e poupança em economias monetárias? Quando o déficit público resulta em apreciação da taxa de câmbio real, parcela da demanda de investimentos é deslocada para o exterior, afetando a taxa de poupança nacional. O aumento do preço relativo dos BNC implica em aumento da demanda por BC e em redução da sua produção doméstica, conforme explicitado na seção 2. Ou seja, o aumento dos custos de produção em relação ao produto final no setor de BC torna economicamente inviável (obsoleta) parcela dos fatores de produção nesse setor, enquanto a demanda por BC eleva-se. Portanto, a apreciação do câmbio real reduz a disponibilidade doméstica de bens de capital, entendida como a soma da produção doméstica de bens de capital e das importações destes bens até o ponto onde o saldo em transações correntes se equilibra. Assim, mantido o volume de investimento, após a apreciação da taxa de câmbio real torna-se necessário o aumento do volume de importação de bens de capital de modo a viabilizar tal volume de investimento. Então, a parcela do investimento total que corresponde à demanda de bens de capital satisfeita através da compra destes bens no mercado interno e da importação de bens de capital até o ponto onde o saldo em transações correntes se equilibra, se reduz após a apreciação da taxa de câmbio real, ensejando na mesma medida um menor volume de poupança nacional no âmbito do circuito *finance-investimento-poupança-funding*.

Portanto, não se trata, neste caso, de insuficiência de poupança nacional em relação a uma dada taxa de investimento. Partindo de um dado nível do investimento doméstico, quando há apreciação da taxa de câmbio real, surgem déficits em conta corrente estimulando a formação de poupança no resto do mundo a partir do investimento doméstico, enquanto o estímulo sobre a renda doméstica e sobre a poupança doméstica será reduzido. Este ponto ainda não foi analisado na literatura Pós-keynesiana, e será o objeto de estudo da próxima seção.

Antes, porém, note que o estímulo do déficit público sobre a poupança do resto do mundo só se verifica quando o déficit implica mudança de preços relativos. Todavia, já foi demonstrado neste estudo que não há uma relação sistemática entre déficit público e apreciação da taxa de câmbio real.²⁷ Além disso, há na abordagem Pós-Keynesiana outros canais através dos quais o déficit público afeta o investimento doméstico e que não são objeto de estudo neste trabalho. Trata-se da relação entre: déficit público e demanda efetiva, déficit público e melhora ou deterioração das expectativas dos agentes, déficit público e oferta de *finance* nacional e internacional, etc.

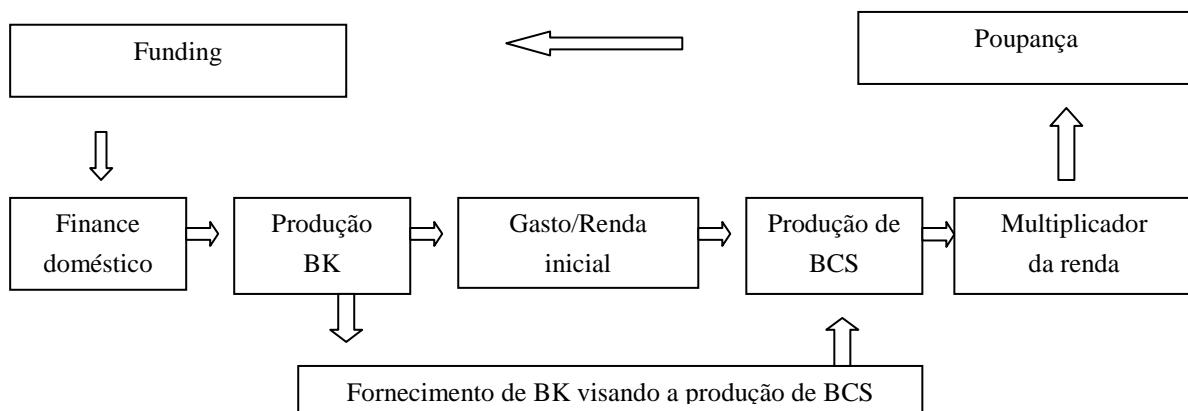
²⁶ Conforme Keynes (1988a:101), “O leitor notará que a eficiência marginal do capital é definida aqui em termos da expectativa da renda e do preço de oferta corrente do bem de capital. Ela depende da taxa de retorno que se espera obter do dinheiro investido num bem recentemente produzido; e não do resultado histórico obtido por um investimento em relação a seu custo original, quando examinado retrospectivamente ao fim de sua vida.” (grifos nossos). Sobre grau de incerteza em economias monetárias, ver Crocco (2002).

²⁷ No caso do regime de taxa de câmbio flexível, analisado na seção 2.2, a abordagem Pós Keynesiana considera que o déficit público financiado pelo aumento da dívida pública não provoca, necessariamente, o aumento das taxas de juros domésticas reais. Se a preferência pela liquidez for baixa, a oferta de títulos públicos pode ter como contra-partida a demanda pelos mesmos, permitindo o financiamento de déficits públicos sem pressionar as taxas de juros - no governo Bush, no início dos anos 2000, por exemplo, houve ao mesmo tempo aumento vertiginoso do déficit público e queda das taxas de juros reais. Neste caso, não há, aumento da atração de capitais e nem apreciação cambial, *ceteris paribus*.

3.1. O Circuito *Finance-Investimento-Poupança-Funding* na Economia Aberta

É relevante avaliar se em economias abertas o circuito *finance-investimento-poupança-funding* permanece com as mesmas características descritas em Keynes (1988b e 1988c) para economias fechadas. Tal circuito foi descrito na seção anterior para uma economia fechada e está representado no fluxograma 1, onde BK = bens de capital e BCS = bens de consumo.

FLUXOGRAMA 1
***Finance-Investimento-Poupança-Funding* em Economias Fechadas**



Parece não haver um estudo que considere os mecanismos do circuito *finance-investimento-poupança-funding* em economias abertas. Portanto, pretende-se desenvolver tal circuito visando investigar se a precedência do investimento sobre a poupança permanece válida após a abertura da economia. Pretende-se, também, conhecer os mecanismos através dos quais mudanças na taxa de câmbio real de um país afetam ao mesmo tempo sua poupança e a poupança do resto do mundo. Tal objetivo está relacionado ao objeto em estudo neste trabalho, pois, conforme foi concluído nas seções anteriores, é através de mudanças de preços relativos que o déficit público pode afetar a poupança nacional e o saldo em conta corrente. A investigação destes pontos requer o estudo de duas situações.

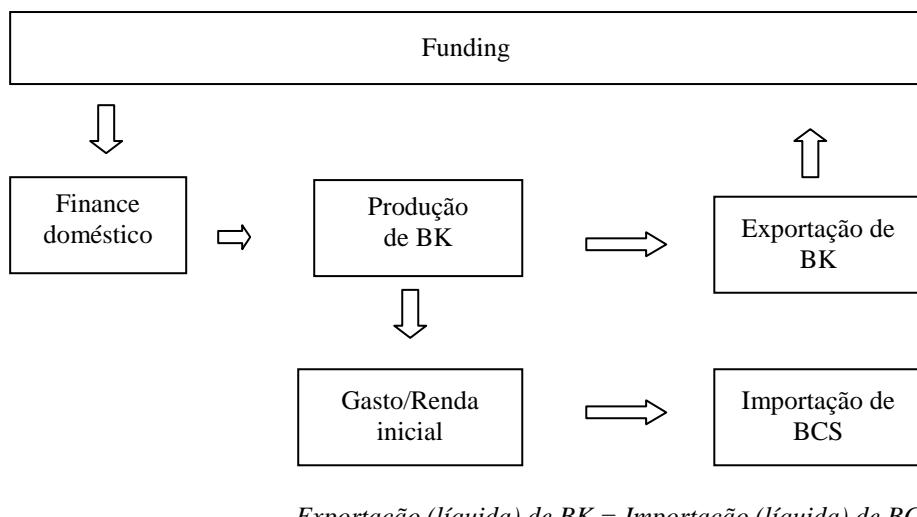
Situação 1: suponha duas economias, Centro e Periferia, ambas produzindo bens de consumo (BCS) e bens de capital (BK) e operando a pleno emprego dos fatores.²⁸ Parcela da produção de BK da economia Centro será exportada para a Periferia, enquanto parcela da produção de BCS desta última será exportada para o Centro. A exportação de BCS da Periferia possui o mesmo valor em moeda estrangeira da exportação de BK do Centro - ambas as economias apresentam saldo em conta corrente equilibrado.

No Centro, a produção de BK a ser exportada segue o circuito *finance-investimento-poupança-funding* de acordo com o modelo da economia fechada, numa primeira etapa. Há

²⁸ O pleno emprego corresponde ao uso de toda a capacidade instalada de produção, mas, considera-se que a oferta de trabalho seja elástica.

inicialmente o *finance* para a produção de BK gerando renda (inicial). Porém, esta será integralmente usada para importar BCS da Periferia. Assim, não haverá o surgimento de um consumo induzido pela renda inicial, gerada a partir dos gastos realizados no processo de produção de BK, e, portanto, não haverá a poupança associada a este processo.²⁹ Entretanto, os BK produzidos são exportados, proporcionando os recursos necessários para o *funding* do investimento, no país Centro. Neste país, os recursos externos obtidos com a exportação de BK, como também a renda gerada na produção desses bens, são integralmente usados na importação de BCS da Periferia, ensejando o equilíbrio em suas transações com o exterior (Fluxograma 2).

FLUXOGRAMA 2
Situação 1 - País Centro



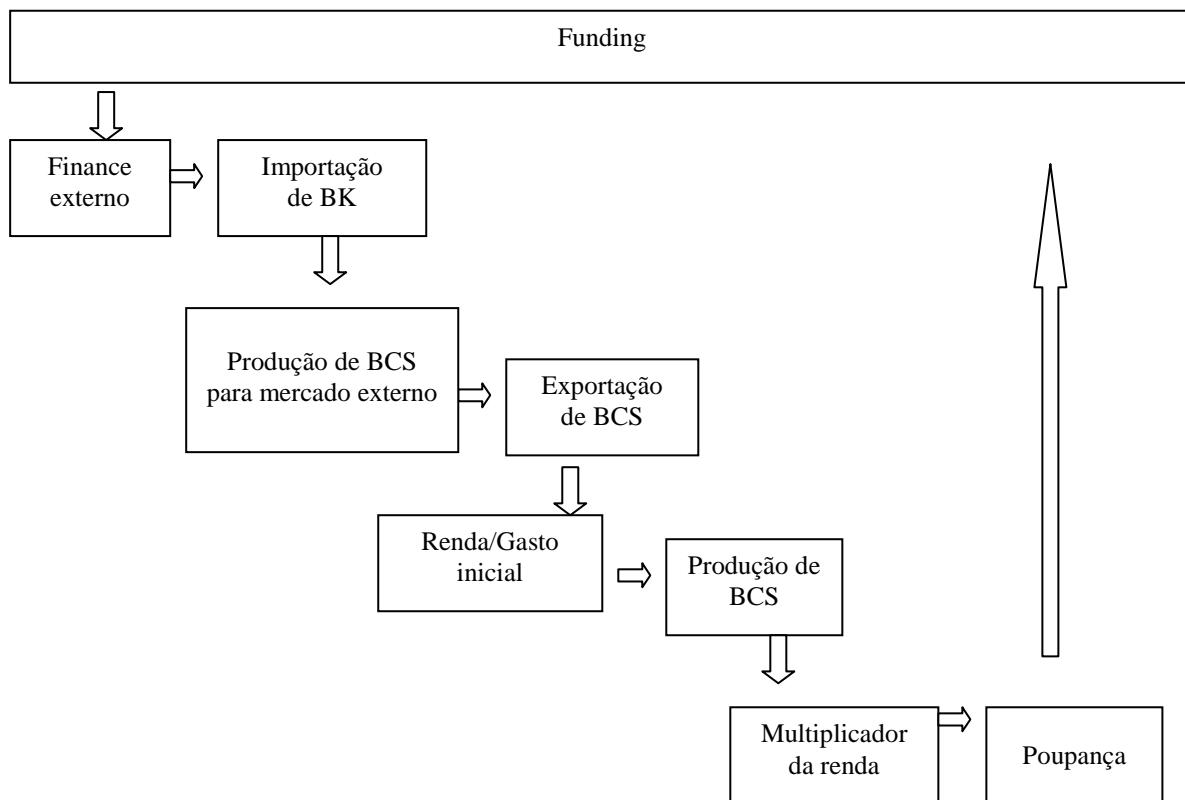
No país Periferia, houve inicialmente o circuito *finance-investimento-poupança-funding*, produzindo-se BK e BCS. A economia está fechada, num primeiro momento, se comportando conforme descrito em Keynes (1988b,c). Decide-se, então, produzir BCS para exportação, o que torna necessária a importação de BK, pois há pleno emprego dos fatores no país Periferia. Mediante *finance* realizado no mercado internacional obtém-se os recursos em moeda estrangeira requeridos para importar BK. Após a importação de BK, são produzidos BCS, cuja exportação enseja, ao mesmo tempo, recursos em moeda estrangeira e a renda inicial (gerada a partir dos gastos dos estrangeiros com os BCS exportados e que se traduzem em renda dos fatores usados na produção desses BCS) que induz um consumo interno e, via efeito multiplicador, gera poupança. Essa poupança constitui o *funding* da dívida externa de curto/médio prazo, fruto do *finance* realizado no mercado internacional visando a importação de BK do Centro. Ou seja, supondo que os BK importados se depreciam totalmente em um único período, então a poupança surgida neste processo é da mesma magnitude não apenas das exportações de BCS, mas, também, das importações de BK.³⁰ Assim, a poupança gerada no processo de produção dos BCS destinados ao mercado externo tem como contrapartida a exportação

²⁹ A hipótese de que a renda gerada na produção de BK é integralmente (ao invés de parcialmente) usada para importar BCS facilita a exposição sem comprometer os resultados.

³⁰ Esta hipótese simplificadora facilita a exposição sem comprometer as conclusões.

destes bens, cujos recursos, em divisas estrangeirais, se destinam ao *funding* do investimento associado à anterior importação de BK. No país Periferia a importação de BK impôs a necessidade de um *finance* externo, que foi “consolidado” a partir dos recursos originados pela sua exportação de BCS (poupança nacional) - Fluxograma 3.

FLUXOGRAMA 3



Investimento = Importação (líquida) de BK = Exportação (líquida) de BCS = Poupança

As transações das economias Centro e Periferia ficam, então, equilibradas. No país Centro, o investimento pode ocorrer sem a necessidade de poupança prévia, mas a renda gerada na produção de BK não é usada para adquirir BCS domésticos e, sim, os bens importados da Periferia. Ou seja, após o investimento no Centro não há um crescimento da renda via multiplicador que irá gerar a poupança necessária para o *funding* associado à produção de BK, visto que houve um “vazamento” da renda (importações). A própria exportação de BK gera os recursos necessários para a liquidação do *finance* que originou esse investimento.

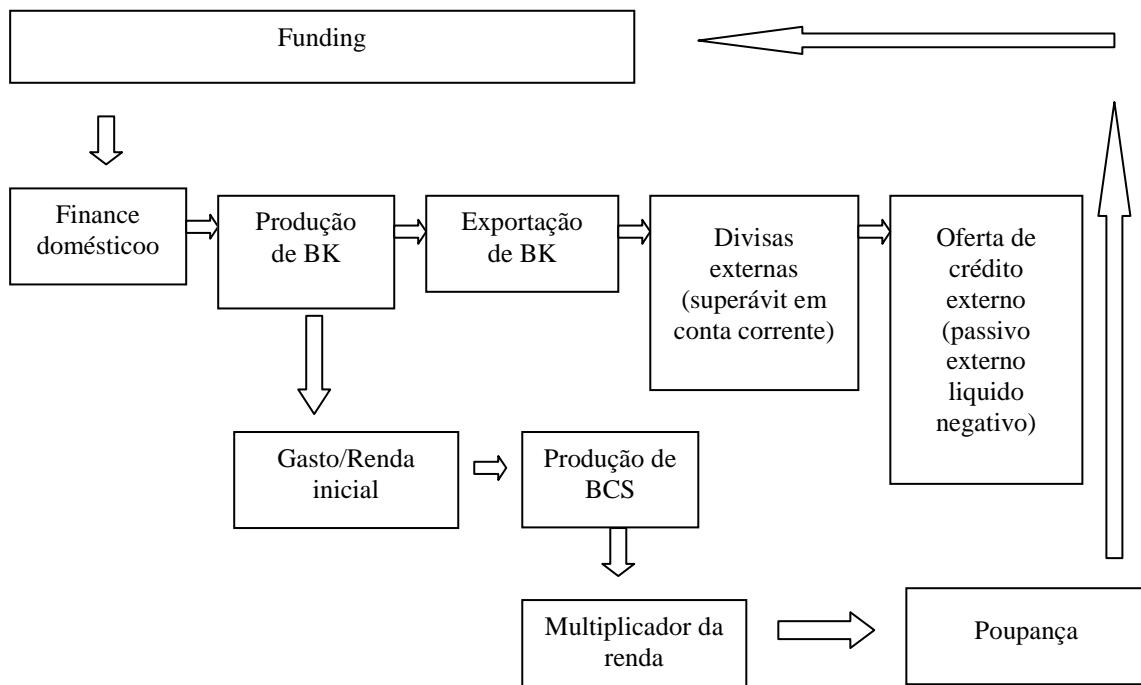
De outro lado, a renda gerada na produção de BK no Centro será usada para importar BCS da Periferia, e, então, gerar neste outro país os recursos em moeda estrangeira necessários para realizar o *funding* associado ao *finance* externo usado pela Periferia para importar os BK do Centro. Assim, o investimento na Periferia corresponde à importação de BK, realizada a partir do *finance* externo e, não, de uma poupança prévia. Essa importação de BK destina-se à produção de BCS para exportação. A poupança é gerada na Periferia via multiplicador da renda que, por sua vez, origina-se da renda

inicial gerada na produção e exportação de BCS. De outro lado, o *finance* externo contratado na Periferia corresponderá à importação de BK, gerando no Centro os recursos necessários para o *funding* do seu investimento. É possível, ainda, um segundo cenário, onde há desequilíbrio na balança comercial do Centro e da Periferia.

Situação 2: suponha que o Centro exporte BK para a Periferia e que esta não exporte nada para o Centro. O circuito *finance-investimento-poupança-funding* verificado no Centro é o mesmo daquele correspondente à economia fechada, a não ser pelo fato de que parcela da produção doméstica de BK não se destina ao mercado interno, sendo exportada. Neste caso, o consumo (real) induzido pela renda gerada na produção dos BK exportados, como também a expansão do produto real associada a este processo, só ocorrerá se o nível inicial do produto estiver aquém do nível de pleno emprego – há capacidade ociosa na indústria de BCS do Centro de modo que esta pode prescindir dos BK exportados para aumentar sua produção.³¹

A renda inicial gerada na produção dos BK destinados à exportação induz o consumo interno e, via efeito multiplicador, a poupança surge como resíduo. Nesse processo, a renda não consumida corresponde à poupança cuja contrapartida são exportações de BK, isto é, superávit em conta corrente. A poupança proporciona os recursos financeiros necessários ao *funding* relacionado à produção de BK e, paralelamente, as exportações desses bens enseja um aumento das reservas externas do país Centro, que podem ser usadas como oferta de crédito deste país à Periferia - visando o financiamento das importações de BK desta - contribuindo para reduzir a vulnerabilidade da inserção internacional do Centro (Fluxograma 4).

FLUXOGRAMA 4
Situação 2 - País Centro



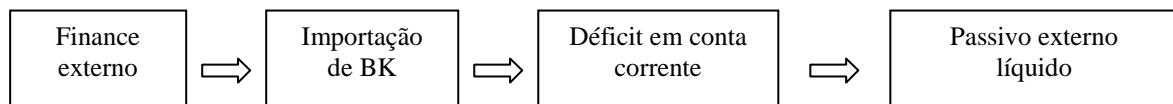
$$\text{Exportação (líquida) de BK} = \text{Poupança} = \text{Superávit em conta corrente}$$

³¹ Esta hipótese pode ser relaxada quando a economia opera a pleno emprego, porém, uma depreciação da taxa de câmbio real amplia sua produção potencial de bens comerciáveis, conforme será analisado adiante.

Na Periferia, há pleno emprego dos fatores e o saldo em conta corrente está equilibrado. Uma nova importação de BK produzirá um déficit em conta corrente. O *finance* externo usado para importar os BK não é consolidado na ausência das exportações de BCS. Contudo, o restante do circuito *finance-investimento-poupança-funding* é semelhante àquele observado na economia é fechada. Os BK importados são usados para produzir outros BK e há, para isso, um *finance* interno.

Neste processo, a renda cresce e a poupança que consolidará o *finance* interno surge como resíduo. Na Periferia, o balanço de pagamentos permanece equilibrado no curto prazo, visto que às importações de BK correspondeu uma entrada de recursos externos pela Conta Financeira do balanço de pagamentos. Contudo, a Periferia passa a carregar um passivo externo, aumentando a vulnerabilidade de sua inserção internacional (Fluxograma 5).

FLUXOGRAMA 5
Situação 2 – País Periferia



Investimento = Importação (líquida) de BK = déficit em conta corrente

Portanto, a precedência do investimento em relação à poupança permanece válida em economias abertas e em situação de (des)equilíbrio comercial, mesmo quando a economia Periferia opera a pleno emprego dos fatores, enquanto o circuito *finance-investimento-poupança-funding* é mais complexo e requer a participação dos mercados financeiros domésticos e internacionais. As relações débito-crédito são ampliadas, como também o são a coordenação dessas relações e a incerteza envolvida nesse processo, que, inclusive, engloba a possibilidade de mudanças na taxa de câmbio, conforme Davidson (1992:83-140; 1994:223-237). Ademais, se as possibilidades de os empresários verem frustradas suas expectativas aumentam com a abertura da economia, elas se elevam ainda mais quando as trocas internacionais não são feitas entre economias com graus diferentes de desenvolvimento.³²

No caso do país Periferia, tanto na Situação 1 como na Situação 2 o *finance* inicia-se no mercado internacional. Na Situação 1, a moeda estrangeira percorre o seguinte circuito: há um *finance* no mercado internacional realizado pela Periferia visando a importação de BK para a produção de BCS destinados ao mercado externo. A importação desses BK gera no Centro os recursos em moeda estrangeira que serão utilizados para importar BCS da Periferia. Ao obter esses recursos a Periferia liquida o *finance* que realizou no mercado internacional visando a importação de BK. Na Situação 2, a moeda estrangeira percorre o seguinte circuito: há um *finance* no mercado internacional realizado pela Periferia visando a importação de BK para, em última instância, produzir BCS destinados ao mercado doméstico. De outro lado, os recursos em moeda estrangeira obtidos Pelo Centro a partir de sua exportação de BK correspondem ao crédito externo demandado pela Periferia. Com esses recursos a

³² Sobre este ponto, ver Resende (2003).

Periferia liquida o *finance* que realizou no mercado internacional, mas sua dívida com o Centro permanece ativa. Assim, o passivo externo líquido da Periferia aumenta enquanto o do Centro se reduz.

Já foi demonstrado nas seções anteriores que não há uma relação sistemática entre déficit público e apreciação da taxa de câmbio real, exceto quando a economia opera a pleno emprego e sob o regime de taxa de câmbio fixa. Porém, conforme Keynes (1988a), em economias monetárias o pleno emprego é apenas uma entre inúmeras possibilidades de equilíbrio macroeconômico. Em geral, o nível do produto de equilíbrio em economias monetárias encontra-se aquém do nível de pleno emprego.³³

Todavia, pretende-se, nesta seção, analisar o comportamento da poupança nacional, no âmbito do circuito *finance-investimento-poupança-funding*, quando há mudanças de preços relativos na economia. Para que o resultado fiscal do governo necessariamente provoque uma mudança de preços relativos, a economia em análise deve operar a pleno emprego e em regime de taxa de câmbio fixa (quadro 1). Vamos considerar que este é o caso do país Periferia. Supõe-se, também, que tanto no Centro como na Periferia há inicialmente equilíbrio no saldo em conta corrente. As hipóteses de ausência de *crowding out* e de Equivalência Ricardiana são mantidas. Considera-se que Centro e Periferia são os únicos países existentes e que o regime cambial do Centro também é o de taxas fixas.

O déficit público na Periferia induz a apreciação da sua taxa de câmbio real, provocando um déficit em conta corrente, pois, se supõe constante o volume de investimentos na Periferia e no Centro. Surge, portanto, um excesso de demanda por bens comerciáveis na Periferia, inclusive por BK, satisfeito por meio de importações.³⁴ Se o Centro também opera a pleno emprego, haverá excesso da demanda mundial de bens comerciáveis em relação à oferta mundial, gerando aumento de preço desses bens e, então, depreciação da taxa de câmbio real no Centro. Esta mudança de preços relativos no Centro amplia sua produção potencial de bens comerciáveis.³⁵ Entretanto, se há capacidade ociosa na economia do Centro, suas exportações serão ampliadas, satisfazendo o excesso de demanda de bens comerciáveis da Periferia, sem necessariamente haver aumento de preços. Assim, supondo que após a apreciação da taxa de câmbio real na Periferia o volume de investimento não se altera, nem no Centro, nem na Periferia, (ou apresenta apenas alguma redução em função do aumento de preços de BK), tal apreciação cambial resultará em alterações no saldo em conta corrente de ambas as economias.³⁶

³³ Este argumento é corroborado na teoria microeconômica não convencional. Possas (1987), Labini (1962), etc., sustentam que nas economias contemporâneas, marcadas pela predominância de estruturas oligopólicas, faz parte da estratégia das empresas trabalhar, em regra, com capacidade produtiva ociosa.

³⁴ Parcela da produção doméstica de bens comerciáveis, inclusive BK, torna-se economicamente inviável após a apreciação da taxa de câmbio real, ao mesmo tempo em que há uma substituição da demanda de bens não-comerciáveis pela de bens comerciáveis, conforme enfatizado na seção 2.

³⁵ A depreciação da taxa de câmbio real torna economicamente viável parcela do estoque de capital destinado a produzir bens comerciáveis, permitindo a expansão da produção de BK e de BCS sem a necessidade de nova formação de capital fixo. Ou seja, na Situação 2, a produção de BK destinados à exportação gera uma renda que induzirá um novo consumo; porém, a depreciação cambial numa economia que já operava a pleno emprego viabiliza o aumento da produção doméstica de BCS.

³⁶ Se o regime cambial do Centro fosse o de taxas flexíveis, o aumento da demanda de importação da Periferia implicaria aumento da oferta de divisas externas no Centro e apreciação de suas taxas de câmbio nominal e real. Portanto, surgiria no mundo um excesso de demanda por bens comerciáveis em relação à oferta dos mesmos, provocando aumento de preço desses bens e revertendo a apreciação da taxa de câmbio real tanto na Periferia quanto no Centro. Assim, o déficit público na Periferia teria provocado apenas inflação. O aumento de preços na Periferia atuaria como mecanismo de redução da participação do setor privado no produto real em favor do aumento da participação do setor público. Isto não provoca, necessariamente, queda do volume de investimento e de poupança nacional. Portanto, o caso relevante a ser analisado é quando ambas as economias operam sob regime de taxas de câmbio fixas.

Até ocorrerem alterações nas taxas de câmbio, o saldo em conta corrente era equilibrado no Centro e na Periferia. Esta era a Situação 1, acima analisada. Após essas mudanças, quando passamos para a Situação 2, verificar-se-á um déficit e um superávit em conta corrente na Periferia e no Centro, respectivamente. A apreciação da taxa de câmbio real reduz a disponibilidade doméstica de capital na Periferia – isto é, reduz o montante formado pela soma da produção doméstica de BK e das importações destes bens até o ponto onde o saldo em transações correntes se equilibra. Assim, mantido o mesmo nível de investimento, haverá um déficit em conta corrente nesse país.

Na Situação 1 não havia poupança no Centro, pois a renda não consumida internamente era usada para importar bens de consumo. No Centro, a Situação 2 surge quando sua exportação de BK eleva-se e sua importação de BCS cai a zero, após ocorrer apreciação da taxa de câmbio real na Periferia decorrente, por exemplo, do déficit público neste país. A produção de BK para exportação enseja aumento da renda e, via efeito multiplicador, surge uma poupança cuja contrapartida são as exportações de BK em valor igual ao seu superávit em conta corrente. A mudança de preços relativos verificada inicialmente na Periferia estimulou o aumento da produção de BK no Centro, mas, conforme analisado anteriormente, tal tarefa exigiu inicialmente um *finance* no mercado doméstico, liquidado a partir da poupança que surgiu como resíduo do crescimento da renda. Em última instância, a apreciação da taxa de câmbio real na Periferia estimulou a formação de poupança no Centro, ao mesmo tempo em que a produção de BK para exportação neste país, que, por seu turno, corresponde ao investimento na Periferia, não necessitou de uma poupança prévia, mas, sim, de *finance*.

Na situação 1, a poupança verificada na Periferia resultava da produção de BCS para exportação, apresentando o mesmo valor das importações de BK, de modo que a poupança nacional era igual ao investimento e o saldo em conta corrente era nulo. Após a apreciação da taxa de câmbio real, parcela da produção de bens comerciáveis torna-se economicamente inviável, enquanto a demanda por estes bens aumenta. Para simplificar o raciocínio, mas sem comprometer as conclusões da análise, digamos que toda exportação da Periferia torna-se nula após a apreciação cambial. Mantendo-se o mesmo nível de investimento na Periferia, as importações de BK aumentarão, realizadas por meio do *finance* no sistema financeiro internacional, conforme descrito na Situação 2.

Portanto, após a apreciação cambial na Periferia, tanto este país quanto o Centro passam da Situação 1 para a Situação 2, e o estímulo do investimento na Periferia para a formação de poupança se transfere parcialmente do país Periferia para o país Centro. Na Periferia o excesso de investimento sobre a poupança resulta em déficit em conta corrente.

4. CONCLUSÕES

Constatou-se neste trabalho que não há uma relação sistemática entre déficit público e déficit em conta corrente, mesmo quando se supõe ausência de Equivalência Ricardeiana e de *crowding out*. Não há, então, uma relação sistemática entre déficit público e queda da taxa de poupança nacional.

A identidade macroeconômica, $CC \equiv S^P - (G - T) - I$, não é um instrumento adequado para se demonstrar uma possível relação entre déficit público e déficit em conta corrente ou déficit público e poupança nacional em relação a um dado volume de investimento. Identidades contábeis não dizem

nada sobre os incentivos que afetam o comportamento dos agentes e nem sobre os mecanismos através dos quais este comportamento se expressa.

O mecanismo por meio do qual o déficit público pode resultar em déficit em conta corrente é a apreciação da taxa de câmbio real, embora não exista uma relação sistemática entre déficit público e mudança de preços relativos. Apenas quando a economia opera a pleno emprego dos fatores e sob o regime de taxas de câmbio fixas é que o déficit público enseja, necessariamente, a apreciação da taxa de câmbio real num contexto de ausência de Equivalência Ricardeiana e de *crowding out*.

Conforme alguns autores, como, por exemplo, Giambiagi & Amadeo (1990), Garcia (1997), Garcia & Giambiagi (1997), Giambiagi (2002), no pleno emprego não haveria recursos reais disponíveis para realizar um aumento da taxa de investimento.³⁷ Assim, a elevação deste implicaria, necessariamente, em aumento de importações de BK sem a contrapartida do aumento de exportações. Neste caso, a restrição ao crescimento econômico seria de poupança. Isto nos remeteu ao argumento Pós Keynesiano, segundo o qual é o investimento que antecede a poupança em economias monetárias, e, não, o contrário. Sendo assim, a restrição ao crescimento econômico não poderia ser de poupança.

Ademais, na economia fechada o déficit público não reduz a produção potencial de bens de investimento uma vez que BK que produzem BK não podem milagrosamente se metamorfosear em máquinas e equipamentos produtores de BCS para atender às demandas de um governo perdulário. Isto é, o déficit público numa economia fechada não pode reduzir o limite físico superior existente à ampliação da produção doméstica de bens de investimento.

Porém, na economia aberta, se o déficit público provocar a apreciação da taxa de câmbio real, embora aquele não cause necessariamente esta apreciação, a disponibilidade doméstica de capital na

³⁷ Giambiagi & Amadeo (1990) cometem dois equívocos que comprometem totalmente suas conclusões. Segundo estes autores, há três restrições relacionadas ao crescimento: restrição de poupança, restrição externa e restrição de demanda. Porém, para demonstrar a restrição de excesso de consumo (poupança), eles assumem uma relação de causalidade (equação 12 de Giambiagi & Amadeo, 1990) entre poupança e investimento (este seria função daquela) a partir de uma identidade contábil (equação 11 de Giambiagi & Amadeo, 1990), embora eles próprios tivessem argumentado anteriormente que identidades contábeis não apontam uma relação de causalidade, ou seja, os autores partiram daquilo que deveriam demonstrar quando supõem o investimento como função da poupança. Além disso, tal hipótese é uma contradição com o argumento teórico dos autores: “o discutido até aqui nada mais é que uma apresentação de equações contábeis. Estas nada nos dizem, porém, sobre as relações de causalidade envolvidas na análise. Por isso, é fundamental ir além das identidades (...) A forma como o tema costuma ser tratado na literatura parece-nos responsável pela confusão analítica associada à relação entre poupança e investimento. As análises feitas a *posteriori* supõem que o aumento do investimento é causado pelo crescimento da poupança, ou que o investimento não atingiu o nível satisfatório porque a poupança foi insuficiente. O que essas análises não levam em consideração é que a decisão dos indivíduos de poupar uma parcela maior dos seus rendimentos não necessariamente irá se transformar num aumento do investimento e da poupança agregados, ao passo que um aumento do investimento implica necessariamente a geração de um fluxo de poupança de igual valor (...)” Giambiagi & Amadeo (1990:82). Do mesmo modo, para demonstrar a restrição externa ao crescimento, os autores, partindo da mesma identidade contábil, assumem que “(...) um aumento da taxa de poupança interna pode se traduzir no crescimento das exportações e, consequentemente, das importações e do investimento” Giambiagi & Amadeo (1990:85). Ou seja, a identidade contábil não aponta para uma relação de causalidade entre poupança e exportação e, então, novamente a demonstração dos autores não é válida (equação 20). Por fim, a relação apresentada no Gráfico 3 de Giambiagi & Amadeo (1990:86), a saber, um aumento da propensão a poupar eleva o investimento, também não é válida, visto que os autores consideram correta a proposição de Keynes de que a poupança resulta do investimento, e, não, o inverso. Neste caso, a propensão interna a poupar, s_i , não afeta o investimento. Tal propensão, que é o inverso da propensão a consumir, determina apenas o número de etapas do circuito gasto-renda-poupança inserido no processo multiplicador da renda e detonado pelo investimento. Após ter se verificado o investimento, a poupança será sempre a mesma, sendo ao final do processo multiplicador igual ao investimento, ou seja, se a propensão a poupar cresce, então haverá um menor número de etapas no circuito gasto-renda-poupança, de modo que, para cada nível do investimento, a poupança será a mesma no final do processo, seja qual for o tamanho de s_i . Deste modo, o investimento inicial não é afetado pelo tamanho de s_i , mas, apenas, o número de etapas associadas ao multiplicador dos gastos é afetado.

economia - isto é, sua formação de capital, entendida como a soma da produção doméstica de bens de capital e das importações destes bens até o ponto onde o saldo em transações correntes se equilibra – será reduzida, mas, na ótica Pós Keynesiana, isto não quer dizer uma restrição de poupança nacional em relação ao investimento. O que ocorre é tão somente que, no país onde houve apreciação cambial, há uma transferência para o resto do mundo de parcela do estímulo dado pelo investimento doméstico sobre a formação de poupança.

Deste modo, o investimento permanece antecedendo a poupança, mesmo quando a economia opera a pleno emprego, ou seja, o circuito Pós Keynesiano *Finance-Investimento-Poupança-Funding* permanece válido em qualquer situação. Porém, parcela da poupança estimulada pelo investimento forma-se fora do país onde houve apreciação da taxa de câmbio real.

Por fim, haveria na ótica Pós-Keynesiana uma restrição física (restrição de disponibilidade de recursos reais) ao aumento do investimento quando a economia opera a pleno emprego? Quando o regime cambial é o de taxas fixas, o aumento da absorção doméstica decorrente do aumento do investimento induz a apreciação da taxa de câmbio real. Neste caso, o saldo em conta corrente deteriora-se e parte do estímulo do investimento para a formação da poupança se transfere para os parceiros comerciais do país onde o investimento está sendo efetivado. Porém, se no contexto do regime de taxas de câmbio flexíveis a taxa de câmbio real não se apreciar, o aumento do investimento resultará em inflação, o que poderá desestimular o próprio investimento (aumento do preço de oferta dos BK) e/ou reduzir a participação de algum setor da economia no produto agregado em favor do aumento da participação dos empresários (investidores).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AMADEO, E.J. Nem câmbio nem ajuste fiscal. *Revista de Economia Política*, vol 15, n. 2, (58), abril-junho, 1995.
- AMADO, A. M. Limites monetários ao crescimento: Keynes e a não neutralidade da moeda. Porto Alegre, *Ensaios FEE*, ano 21, n. 1, 2000.
- ANDRADE, J.P. A ressurreição da teoria dos fundos de empréstimos e o motivo finanças de Keynes. In Amadeo, E.J. (org.) *John M. Keynes: cincuenta anos da Teoria Geral*. Rio de Janeiro, ipea, 1992.
- BOIANOVSKY, M. Uma nota introdutória aos artigos de Kalecki, Keynes e Ohlin. In *Clássicos da Literatura Econômica*, Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1988.
- CARVALHO, F.J.C. *Mr Keynes and the post Keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy*. Edward Elgar, 1992a.
- CARVALHO, F.J.C. Moeda, produção e acumulação: uma perspectiva Pós Keynesiana. In SILVA, M.L.F. (org), *Moedas e produção: teoria comparadas*. Brasília, ed. UnB, 1992b.
- CARVALHO, F.J.C. Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa. *Revista de Economia Política*, vol 13, n. 3 (51), julho-setembro de 1993.
- CASTRO, A.S. & CAVALCANTI, M. A.F.H., Estimação de equações de exportação e importação para o Brasil – 1955/95. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 28, n. 1, abril de 1998.
- CROCCO, M.A., The concept or degrees of uncertainty in Keynes, Shakle, and Davidson. *Nova Economia*, Belo Horizonte, v. 12, n. 2, p. 11-28, julho-dezembro 2002.
- DAVIDSON, P. *International money and the real world*. London, Macmillan, secund edition, 1992.
- DAVIDSON, P. *Post Keynesian macroeconomic theory: a foundation for successful economic policies for the twenty-first century*. Cambridge, University Press, 1994.
- DIXON R. & THIRLWALL, A.P. A model of regional growth-rate differences on Kaldorian lines. In King, J.E. *Economic growth in theory and practice: a Kaldorian perspective*. Cambridge, Edward Elgar, 1994.
- DOW, S.C. *Macroeconomic Thought: a methodological approach*. Blackwell, Oxford, 1985.
- EVANS, P. Is the Dollar high because of large budget deficits? *Journal of Monetary Economics*, November, 1986.
- FEIJÓ, C.A.; RAMOS, R.L.O.; YOUNG, C.E.F.; LIMA, F.G.C. & GALVÃO, O.J.A. Contabilidade social: o novo sistema de Contas Nacionais do Brasil. Rio de Janeiro, Campus, 2001.
- FELDSTEIN, M. The budget and trade déficits aren't really twins. Cambridge, NBER, *Working Paper n. 3966*, Janeiro de 1992.
- FELDSTEIN, M. & HORIOKA, C. Domestic saving and international capital flows. *The Economic Journal*, 90, junho de 1980.

- GARCIA, M.G.P. Macroeconomia prática. *Gazeta Mercantil*, pg. A-3, 16 de abril de 1997.
- GARCIA, M.G.P. & GIAMBIAGI, F. Poupança e crescimento econômico. *Gazeta Mercantil*, pg. A-4, 2 de junho de 1997.
- GIAMBIAGI, F. Restrições ao crescimento da economia brasileira: uma visão de longo prazo. Rio de Janeiro, *Revista do BNDES*, V. 9, n. 17, junho de 2002.
- GIAMBIAGI, F. & ALEM, A. C. *Finanças Públicas: teoria e prática no Brasil*. Ed Campus, 1999.
- GIAMBIAGI, F. & AMADEO, E.J. Taxa de poupança e política econômica: notas sobre as possibilidades de crescimento numa economia com restrições. *Revista de Economia Política*, v. 10, n. 1(37), janeiro-março de 1990.
- KANDIR, A. *A dinâmica da inflação: uma análise das relações entre inflação, fragilidade financeira do setor público, expectativas e margens de lucro*. São Paulo, ed. Nobel, 1989.
- KEYNES, J.M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo, Nova Cultural, 1988a.
- KEYNES, J.M. Teorias alternativas da taxa de juros. In *Clássicos da Literatura Econômica*, Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1988b.
- KEYNES, J.M. A teoria *ex ante* da taxa de juros. In *Clássicos da Literatura Econômica*, Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1988c.
- KRUGMAN, P. R. *Currencies and Crises*. Cambridge, MIT Press, 1992.
- KRUGMAN, P.R. & OBSTFELD M. *Economia internacional: teoria e política*. São Paulo, Makron Books, 2001.
- LABINI, S. P. *Oligopoly and technical progress*. Cambridge, Harvard University Press, 1962.
- LOPES, L.M. & VASCONCELLOS, M.A.S. Manual de Macroeconomia, básico e intermediário. Ed Atlas, 1998.
- MINSKY, H. P. *Stabilizing and unstable economy*. New Haven, Yale University Press, 1986.
- OBSTFELD & ROGOFF, K. *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press, 1996.
- OSKOOEE, M.B. The long-run determinants of U.S. trade balance revisited. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 17, n. 3, 1995.
- POSSAS, M.L. *Estruturas de mercado em oligopólio*. São Paulo, Hucitec, 1987.
- PASTORE, A.C. & PINOTTI, M. C. Taxa cambial real e os saldos comerciais. *Revista de Economia Política*, vol 15, n. 2, (58), abril-junho, 1995.
- PEREIRA, T.R. *Endividamento externo e o ajuste financeiro da grande empresa industrial nos anos noventa: impactos da reinserção aos mercados financeiros internacionais, da abertura comercial e da estabilização sobre seus esquemas de financiamento*. Campinas, Dissertação de mestrado/Instituto de Economia da Unicamp, 1999.
- RESENDE, A. L. O México e o câmbio: tequila, câmbio e o velho cinismo. *Revista de Economia Política*, vol 15, n. 2, (58), abril-junho 1995.

RESENDE, M.F.C. Inserção internacional, arranjos financeiros e crescimento na Economia Brasileira. *Tese (Doutorado em Economia)* - Universidade de Brasília, Brasília, 2003.

ROSENSWEIG, J.A. & TALLMAN, E.W. Fiscal policy and trade adjustment: are the deficits really twins? *Economic Inquiry*, vol. XXXI, October, 1993.

SEATER, J.J. Ricardian Equivalence. *Journal of Economic Literature*. Vol XXXI, março de 1993.

SIMONSEN, M.H. & CYSNE, R.P. *Macroeconomia*. Rio de Janeiro, Fundação Getúlio Vargas, 2^a edição, 1995.

STUDART, R. *Investment finance in economic development*. London, Routledge, 1995.

TAVARES, M.C., ASSIS, J.C. & TEIXEIRA, A. A questão da poupança: desfazendo confusões. In

TAVARES, M.C. & DAVID, M.D. (org) *A economia política da crise*, Rio de Janeiro, ed. Vozes, 1982.

VAMVOUKAS, G. A. The twin deficits phenomenon: evidence from Greece. *Applied Economics*, 31, 1999.