



UNICAMP

UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS
Instituto de Economia

Thais Silva Oliveira

Thornton x Keynes: Um Estudo sobre Teorias Monetárias

Campinas
2011
Thais Silva Oliveira

Thornton x Keynes: Um Estudo sobre Teorias Monetárias

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Graduação do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob orientação do(a) Prof. Dr. Maurício Chalfin Coutinho.

Campinas
2011

Dedicatória

Dedico meu trabalho às pessoas que me deram suporte emocional e financeiro durante toda a graduação e para os quais devo tudo aquilo que conquistei; meus pais.

Agradecimentos

Agradeço ao Professor Maurício Chalfin Coutinho pela atenção e orientação nesta monografia, pela prontidão em atender-me sempre que precisei e por compartilhar seus conhecimentos, enriquecendo este trabalho.

Aos meus amigos, pela diversão proporcionada e pelos momentos vividos durante os cinco anos de graduação.

Ao meu namorado, pelo companheirismo e amor que nunca faltaram.

Aos meus pais, incentivadores das minhas conquistas pessoais e profissionais, por todo carinho, atenção e dedicação.

OLIVEIRA, Thais Silva. **Thornton x Keynes: Um Estudo sobre Teorias Monetárias**. 35 folhas. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

RESUMO

A teoria monetária evoluiu com o pensamento econômico ao longo dos séculos, sofrendo reformulações e atualizando-se de acordo com os distúrbios monetários observados. As teorias de diferentes autores sobrepuseram-se umas às outras, ficando algumas delas sem o devido reconhecimento.

Através de uma análise estruturada das teorias monetárias de Henry Thornton e John Maynard Keynes, busca-se evidenciar que o primeiro teórico, cujas contribuições foram reconhecidas tardiamente, tenha sido um precursor das ideias Keynesianas.

Palavras-Chaves: Thornton; Keynes; teoria monetária.

ABSTRACT

The monetary theory has evolved with economic thoughts during the centuries, suffering reformulations and being updated according to monetary disturbances observed. The theories from different authors have overlapped each other, getting some of them without a due recognition.

Through a structured analysis of the monetary theories of Henry Thornton and John Maynard Keynes, we seek to evidence that the first theoretical, whose contribution were belatedly recognized, had been a precursor of the Keynesian ideas.

Key Words: Thornton; Keynes; monetary theory.

SUMÁRIO

Introdução.....	01
1. Capítulo 1 – A Teoria Monetária Clássica.....	03
1.1. Revisões Teóricas da TQM.....	05
1.1.1. A Controvérsia Bullionista.....	06
1.1.2. A Controvérsia Currency School x Banking School.....	07
1.1.3. Síntese Neoclássica da TQM.....	09
2. Capítulo 2 – A Teoria Monetária Keynesiana.....	11
2.1. Keynes x Monetaristas.....	16
3. Capítulo 3 – A Teoria Monetária de Thornton.....	22
3.1. O Sistema Monetário e Creditício em Thornton.....	22
3.2. Thornton x Currency School.....	27
4. Capítulo 4 – Thornton x Keynes: Uma Comparação Teórica.....	30
Conclusões.....	33
Referências.....	33

Introdução

A teoria monetária evoluiu com o pensamento econômico ao longo dos séculos e, ainda mais, atualizou-se de acordo com os distúrbios monetários observados. As teorias de diferentes autores sobrepuseram-se umas às outras, ficando algumas delas sem o reconhecimento necessário.

Eventos como a Grande Depressão, a restauração do padrão ouro e a inflação proveniente das Guerras Mundiais marcaram momentos de mudanças na teoria monetária e o surgimento de novas hipóteses.

Henry Thornton, teórico monetário nascido no século XVIII, era considerado um *bullionista* moderado, já que apesar da influência clássica, desenvolveu uma teoria alternativa da moeda que apresentava desacordos com as idéias precedentes às suas. Apesar de ser um importante ícone no desenho do moderno Banco Central, foi um autor cujo reconhecimento foi inferior à sua real contribuição para a teoria monetária.

John Maynard Keynes, por outro lado, obteve grande destaque com a publicação de sua obra *“Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda”* (1963). Ele revolucionou a teoria monetária ao contribuir com idéias totalmente contrárias à ortodoxia clássica e introduziu novos elementos à ciência econômica.

Alguns autores, como Hicks em seu *“Critical Essays in Monetary Theory”* (1979) e Philippe Beaugrand no livro *“Henry Thornton: Un précurseur de J.M. Keynes”* (1981), exploraram as semelhanças e diferenças entre as teorias monetárias dos teóricos, levantando a questão sobre a possibilidade de se considerar uma influência de Thornton em Keynes.

De fato, há fortes semelhanças entre as teorias monetárias, dentre as quais se destacam a não-neutralidade da moeda no curto prazo e sua endogeneidade; a necessidade de haver uma gestão monetária e, daí, o Banco Central assumindo o papel de prestador de última instância; o tratamento dado ao crédito; a noção de estado de confiança, preferência pela liquidez e demanda precaucional por moeda e, por fim, a rigidez salarial.

Por outro lado, as divergências entre as teorias são relacionadas a questões de extrema importância no tratamento da moeda. Os autores apresentam de maneira bastante distinta a visão que têm do longo prazo, desenvolveram teorias opostas da determinação da taxa de juros e divergem a respeito da existência de uma taxa natural de juros.

A partir da análise das teorias monetárias de Thornton e Keynes, busca-se evidenciar que, de fato, Keynes possa ter se baseado em ideias de Thornton ao desenvolver sua Teoria Geral.

A dissertação está organizada em 4 capítulos, além desta introdução. No primeiro, analisa-se o panorama teórico que foi base para os questionamentos tanto de Thornton quanto de Keynes. Através de um entendimento sobre a teoria monetária clássica, busca-se identificar as questões essenciais que permearam as discussões econômicas da época e as reformulações sofridas por tal teoria.

O segundo capítulo é dedicado à análise da teoria monetária keynesiana, que revolucionou a economia ao introduzir uma nova escola de pensamento. É feita uma análise da Teoria Geral de Keynes com o objetivo de identificar as origens de seu total descontentamento com a teoria clássica e as considerações adotadas na elaboração de suas ideias, as quais eram totalmente divergentes da corrente clássica.

O terceiro capítulo destina-se a uma exposição sistemática das principais contribuições de Henry Thornton em termos de conceitos, noções teóricas e proposições práticas de política monetária. Procura-se, também, identificar o posicionamento do autor diante das questões políticas e monetárias da época de publicação de seu principal livro, o *“An Inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain”* (1802).

No quarto capítulo, confrontam-se as teorias monetárias de Thornton e Keynes com o objetivo de averiguar pontos convergentes e divergentes entre elas. A partir do contraste entre as teorias, procura-se analisar em que medida pode ter havido alguma influência do pensamento de Thornton sobre as produções de Keynes.

A dissertação pretende, assim, contribuir com as publicações nas áreas de “História do Pensamento Econômico” e “Teoria Monetária”, ao estudar um tema pouco tratado academicamente. Levando-se em conta a importância e a revolução criada pelas publicações e ideias keynesianas, é plausível que seja relevante entender as origens de seus postulados e os possíveis precursores que possam ter contribuído para sua produção teórica.

Capítulo 1 – A Teoria Monetária Clássica

Predominante durante o século XVIII, a teoria monetária clássica fundamentou-se nos pressupostos da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) para interpretar o funcionamento da economia. Adotou, além disso, a ideologia do “*laissez-faire*”, que consiste na ideia de que o sistema econômico, por si só, é capaz de gerar pleno emprego e bem-estar social, desconsiderando, portanto a intervenção governamental, a não ser no controle da oferta monetária.

Formulada inicialmente por Jean Bodin, a Teoria Quantitativa da Moeda sofreu diversas alterações relacionadas às suas formulações, embora seus postulados centrais tenham sido mantidos. Além das controvérsias clássicas apresentadas por autores como Cantillon, Hume e Thornton, a teoria sofreu reformulações neoclássicas por parte de Fisher e Pigou, até que adquirisse seu perfil monetarista mais popular – a formulação de Friedman e da Escola de Chicago. Apesar de constituírem diferentes teorias, a essência permaneceu, de forma que se mantiveram os postulados centrais que as conectavam como um grupo conciso. Entender, portanto, a Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) é fundamental para que se caracterize a teoria monetária clássica e suas idéias centrais.

A hipótese central da TQM é de que variações na quantidade da moeda afetam única e diretamente o nível de preços no mesmo sentido ou, em outras palavras, o valor e o poder aquisitivo da própria moeda. Isso significa que se há muita moeda no mercado, o nível geral de preços sobe e, portanto, faz cair o valor da moeda, diminuindo seu poder aquisitivo. Por outro lado, quando o contrário ocorre, ou seja, havendo escassez de moeda, o nível de preços reage para baixo, indicando uma elevação do poder aquisitivo dessa moeda. Portanto, extrai-se daí que a moeda não afeta as variáveis reais da economia. Apenas sua quantidade importa e ela influencia unicamente o nível geral de preços.

Corazza (1996:1) destaca os postulados fundamentais que baseiam a teoria monetária clássica: causalidade, proporcionalidade, neutralidade, teoria monetária do nível de preços, exogeneidade e controlabilidade do estoque de moeda relacionam-se entre si e suportam a TQM.

(a) *Postulado de Causalidade*: Remete ao fato de variações na moeda precederem e serem a causa de variações nos preços das mercadorias. Isso caracteriza a moeda como uma variável ativa e, os preços, como passiva. Essa influência sobre os preços é feita via mecanismos

de transmissão que, na escola monetarista, foram explicados tanto na forma direta quanto na indireta.

Cantillon e Hume são os responsáveis pelo que denominamos mecanismo direto de transmissão, segundo o qual o aumento da demanda por bens e, portanto, dos gastos, é o fator decisivo do processo de causalidade. Isso ocorre porque os agentes podem deter mais moeda do que desejam reter. Nessa situação, eles procuram se livrar da moeda indesejada efetuando compras no mercado de bens. Dado que a economia opera à plena capacidade, conter esse excesso de demanda exige que haja uma elevação do nível de preços e, não, como se poderia supor, uma expansão produtiva. A restauração de equilíbrio acontecerá quando o saldo real de moeda for o desejado pelos agentes.

O mecanismo indireto de transmissão foi formulado por Thornton e, em contraposição ao anterior, explica a causalidade via um efeito sobre a taxa de juros, não mais através dos gastos. É importante lembrar que na economia monetária de Thornton, além da moeda metálica existe a moeda papel – crédito – criado pelos bancos. Através da concessão de empréstimos essa moeda penetra na economia e faz deprimir a taxa de juros abaixo da taxa de lucro. Nessa condição, estimula-se o investimento que, por sua vez, faz uma pressão para cima nos preços dos bens. Aqui o equilíbrio ocorre quando as taxas se igualam por conta de uma expansão da demanda por empréstimos bancários.

(b) *Postulado da Proporcionalidade*: Diz respeito a uma igualdade na variação da quantidade de moeda e preços, ou seja, à expansão ou redução no montante da variável ativa corresponde uma variação no mesmo sentido e de proporção idêntica na variável passiva. Sendo conhecida a hipótese de que os agentes desejam reter uma quantidade determinada de moeda transacional, ou seja, a demanda por moeda é estável – e, portanto, também o é sua velocidade de circulação – qualquer aumento em sua quantidade não seria destinado a encaixe e, conseqüentemente, afetaria diretamente o nível de preços.

(c) *Postulado da Neutralidade*: Supõe que as variáveis reais da economia, como os níveis de produto e emprego, são determinadas por fatores não-monetários; a tecnologia é um exemplo. Isso caracteriza variações monetárias como neutras em relação às variáveis reais no longo prazo. No curto prazo, por conta da necessidade de ajustes temporários, é possível essa neutralidade não se aplique. No entanto, dada que a economia clássica é longo-prazista, os efeitos se anulam no equilíbrio de longo prazo.

(d) *Postulado da Teoria Monetária do Nível de Preços*: Reafirma os postulados anteriores ao pregar que é a moeda a variável que influencia o nível geral de preços e não fatores como custos. O nível de preços relativos, por sua vez, pode sofrer mudanças por consequência de variáveis não monetárias, dentre as quais se destacam produtividade e impostos. Ainda assim, essas variações compensam-se entre si, mantendo intacto o nível geral de preços.

(e) *Postulado da Exogeneidade*: A independência da oferta de moeda em relação à demanda e a consideração de que é exógena são condições fundamentais para que se sustente a hipótese central da TQM, ou seja, de que a quantidade de moeda é determinante do nível de preços.

(f) *Postulado da Controlabilidade*: Em se tratando do padrão fiduciário, no qual os Bancos Centrais detém o controle sobre a quantidade de moedas e quase-moedas que circulam na economia, aplica-se esse postulado, cuja ideia é de que desajustes monetários ocorrem por culpa dos Bancos Centrais, responsáveis por tirar a economia de seu equilíbrio natural.

A abordagem clássica, em geral, pode ser resumida através das ideias listadas em Alves e Veríssimo (2010:22): (1) suposição de pleno emprego de todos os fatores produtivos, inclusive o trabalho; (2) o desemprego, quando existe, é voluntário e friccional; (3) perturbações econômicas persistentes se devem à interferências governamentais ou à existência de monopólios privados num mercado cujo jogo de forças é livre; (4) A quantidade de emprego é diretamente proporcional à produtividade – dada a Lei de Say, na qual a oferta cria sua própria procura e, portanto, caracteriza-se uma economia de pleno emprego; (5) a taxa de juros, sendo o prêmio por se abrir mão do consumo, iguala-se à poupança e ao investimento e é determinada pela igualdade de oferta e demanda por capital; (6) a poupança precede o investimento, consistindo, portanto, na quantidade de moeda destinada a esse investimento; (7) a economia move-se da renda prévia ao gasto; (8) as curvas de oferta e demanda são dependentes e (9) os lucros determinam os investimentos.

1.1.Revisões Teóricas da TQM

A original Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), ao longo de evolução, sofreu diversas contestações e modificações que, apesar de importantes, não afetaram o fundamental de

suas proposições. Suas revisões sempre estiveram condicionadas a fatores históricos. Eventos econômicos afetavam de certa forma a credibilidade das teorias que, por exemplo, não davam conta de explicar tais ocorridos, implicando em uma repaginação dos postulados.

Na primeira metade do século XIX a Inglaterra apresentava um forte desequilíbrio externo que punha em questionamento a manutenção do padrão-ouro. O contexto monetário era de um regime misto, de forma que moeda metálica e notas do Banco da Inglaterra circulavam simultaneamente. Segundo a TQM, era possível restabelecer automaticamente o equilíbrio do balanço de pagamentos, de forma que um aumento na quantidade de moeda encareceria os produtos nacionais em relação aos internacionais, deprimindo as exportações e expulsando ouro do país. A situação se prolongaria até a restauração do equilíbrio.

Mesmo com a hegemonia da teoria monetária clássica como forma de explicar e entender a economia, o dito desequilíbrio do balanço de pagamentos fez com que a TQM passasse a ser questionada. A economia, portanto, foi palco de duas importantes controvérsias: a “*bullionista*” e a “*Currency School x Banking School*”.

1.1.1. A Controvérsia *Bullionista*

Em 1797 o padrão ouro é abandonado na Inglaterra e instaura-se um sistema monetário de papel moeda inconvertível, sendo uma das interpretações de que isso ocorreu em função do esgotamento das reservas de ouro devido aos gastos militares e às importações necessárias no período.

A consequência observada foi um aumento geral de preços, já que se elevou o preço do ouro, – por conta do esgotamento foram suspensos os pagamentos em espécie – do câmbio e das mercadorias em termos de libras. Como explicar, então, a depreciação da libra e a inflação?

Os *bullionistas*, para os quais a TQM tradicional era a regra, defendiam que o desajuste foi resultado de uma emissão excessiva por parte do Banco da Inglaterra. Para se restaurar o equilíbrio, portanto, era preciso retornar ao padrão ouro de acordo com a antiga cotação da libra, o que se daria via uma contração da quantidade de moeda em circulação. Contrair a quantidade de moeda implicaria numa redução do nível de preços, equilibrando a balança comercial.

O grupo que contrapunha os *bullionistas* ficou conhecido por *antibullionista* e, para seus membros, a emissão excessiva não explicava o desajuste. Fatores reais eram a causa, dentre os quais o gasto militar é um exemplo. E, portanto, fatores reais influenciavam, sim, o nível geral de preços.

Os *antibullionistas* contestavam ainda o postulado da TQM de que a oferta de moeda deve ser restrita. Segundo eles, oferta monetária impacta favoravelmente o crescimento econômico. Essa opinião era suportada pela doutrina denominada *real bills* (bilhetes reais), que sugeria que era impossível haver um excesso de oferta de moeda, dado que as emissões do Banco Central eram lastreadas em papéis comerciais que financiavam apenas comércio e produção. Como, portanto, era a demanda que condicionava emissão, isso garantia que a quantidade de moeda fosse equalizada às necessidades transacionais. Ainda mais, assegurava que não houvesse influência do estoque de moeda sobre gastos e preços. No entanto, alguns autores, dentre os quais se destaca Thornton, não defende integralmente essa doutrina. Para o teórico, existe a possibilidade de excessos e, portanto, a necessidade de haver um gerenciamento monetário cauteloso, o que será evidenciado na descrição de sua teoria monetária.

1.1.2. A Controvérsia *Currency School* x *Banking School*

Em 1821, restaura-se o padrão-ouro na Inglaterra e emerge a questão sobre o gerenciamento da emissão monetária.

A escola monetária ou *Currency School* defendia o estabelecimento de rígidas regras para monitorar a emissão de moeda. Seus seguidores não acreditavam num controle suficiente apenas via conversibilidade. Dado um padrão misto de notas e moedas, um gerenciamento eficiente da quantidade de moeda só seria garantido através de sua regulação de acordo com os fluxos de entrada e saída de ouro no país, ou seja, as notas bancárias devem variar junto com a reserva de ouro. A justificativa é de que a conversibilidade plena não garantiria, sozinha, o controle da emissão – tese defendida pelos *bullionistas* – pelo fato de a consequência provável de uma emissão excessiva ser a suspensão dessa conversibilidade.

Existe um *gap* entre a variação da quantidade de moeda e os efeitos sobre a variável passiva. Esse *gap* duraria tempo suficiente para que o Banco Central não percebesse os efeitos da

variação monetária e, nesse meio tempo, emergissem crises de liquidez que implicariam no abandono da conversibilidade. Essa observância tinha como bases alguns precedentes históricos.

Assim, a *Currency School* impõe como fundamental, paralelamente à conversibilidade, um controle estrito da emissão monetária via regulação. “*A CS conseguiu assegurar em lei essas prescrições mediante o Ato Bancário de 1844, o qual exigia 100% de reservas de ouro para as emissões acima de um certo limite do BC.*” (Corazza, 1996:4).

A outra face do embate é a escola bancária ou *Banking School*. Essa escola adotou a doutrina *antibullionista* do *real bills*, concordando com esse grupo também em relação ao fato de a demanda determinar o montante de notas em circulação. Para eles, no entanto, a impossibilidade de haver emissão excessiva não se devia apenas à doutrina já mencionada, mas também ao que chamavam de “lei do refluxo”. De acordo com essa lei, o excesso de notas obrigatoriamente retornaria aos bancos emitentes, reafirmando a proposição de que a oferta é determinada por necessidade transacional. Outra hipótese adotada pela escola bancária é de que a renda de fatores – salários, lucros e aluguéis – influenciava o nível de preços, e essa elevação implicava em expansão da demanda por empréstimos bancários que, por sua vez, era atendida pelo Banco Central via emissão.

Alguns postulados da TQM eram contestados por essa escola: não se admitiam as características de exogeneidade e independência da oferta de moeda. Pelo contrário, era considerada uma variável passiva e endógena, já que a demanda a determinava.

Para a escola bancária, a regulação monetária deveria ser feita com base no critério e arbítrio do Banco Central e não deveria haver uma regulação legal para os bancos, dado que a conversibilidade plena e a lei do refluxo garantiam um equilíbrio na quantidade de moeda. Tendo em vista que a regulação do sistema bancário é automática, não há motivos para respeitar regras do padrão-ouro.

Em resumo, teoria quantitativa alternativa da *Banking School*:

“trata os preços como variável dependente e a moeda como variável explicativa causal, apontando para mecanismos de transmissão, tanto diretos como indiretos, da moeda para preços”. Ainda que clássica, a teoria “diverge desse caminho comum pela ênfase no papel das expectativas, da taxa de juros e da ação das autoridades monetárias na confiança dos agentes econômicos.” (Patrício, 2007:1)

Mesmo diante das opiniões divergentes, *Currency* e *Banking School* concordavam sobre a necessidade de haver um Banco Central que monopolizasse a emissão. Apenas as concepções a respeito da maneira pela qual isso deveria ser regulado eram distintas.

Segundo Hicks (1967), a *Currency School* esteve representada por lorde Overstone, Ricardo, Mises, Hayek, Pigou e Friedman. Por outro lado, Thornton, Took, Mill, Hawtrey, Roberts e Keynes foram partidários da *Banking School*.

A escola monetária superou a bancária garantindo a hegemonia da Teoria Quantitativa da Moeda pelo menos até 1930 (a Grande Depressão iria superá-la). A elaboração de uma formulação matemática de apoio contribuiu para fortalecer a *Currency School*.

1.1.3. Síntese Neoclássica da TQM

A revisitação neoclássica da TQM contribuiu em três pontos fundamentais para a atualização da teoria.

Primeiramente, surgiram equações matemáticas ilustrativas da TQM – a de Irving Fisher ($MV=PT$) e a de Cambridge ($M = kPy$), onde M = oferta de moeda em circulação; V = velocidade de circulação da moeda, P = nível geral de preços, T = valor dos bens e serviços transacionados, k = inverso de V ou relação entre meio circulante e renda nominal e, por fim, y = renda nacional a preços constantes.

A primeira equação baseia-se nas suposições de que a oferta de moeda em circulação é exógena e que sua velocidade de circulação e valor dos bens e serviços transacionados são constantes. Extrai-se daí que qualquer variação na quantidade de oferta de moeda implica variação proporcional no nível geral de preços.

A outra supõe que a demanda por moeda existe unicamente por motivos transacionais e, portanto, não há razões para se reter saldos que não serão utilizados. Assim, caracteriza-se como uma equação de demanda por moeda, na qual a quantidade ofertada de moeda expressa uma proporção constante da renda (k).

O segundo ponto fundamental está relacionado à afirmação de Fisher e Pigou de que é possível controlar a oferta monetária através de sua base e controlar os depósitos bancários via reservas. Entende-se, então, que base monetária e as relações entre reservas e depósitos bancários

e entre saldos de caixa e depósitos do público são fatores que determinam conjuntamente o estoque total de moeda.

O último ponto é de que a moeda pode não ser neutra no curto prazo para os neoclássicos, mas é mantida a ideia de neutralidade de longo prazo.

A síntese neoclássica, portanto, reafirma os postulados da TQM e a fortalece para que sua doutrina prevaleça como principal explicativa de teoria econômica monetária até meados do século XX.

Capítulo 2 – A Teoria Monetária Keynesiana

John Maynard Keynes (1883-1946) foi um economista britânico que desencadeou uma revolução no pensamento econômico ao desenvolver uma teoria que se opunha às idéias da economia neoclássica, influenciando fortemente a macroeconomia moderna e implicando na criação de uma nova escola de pensamento, conhecida como economia keynesiana.

A teoria monetária apresentada em sua obra mais conhecida – a “*Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*” (1936), foi desenvolvida em etapas, conforme a evolução de seu pensamento em relação às concepções da Teoria Quantitativa da Moeda.

Em suas primeiras publicações, datadas da década de 10, Keynes já demonstrava suas preocupações a respeito da economia. De acordo com Filho (1990:122), “*naquela ocasião, apesar de sua formação marshalliana que, por conseguinte, o identificava como um economista ‘quantitativista’, ele já questionava a fragilidade do sistema monetário*”.

Em sua publicação *Indian Currency and Finance*, original de 1913, Keynes destacou que o equilíbrio automático do balanço de pagamentos nem sempre ocorria, impactando os níveis de preços e, portanto, causando desequilíbrios econômicos reais. Para evitar esse tipo de distúrbio, sugeriu a criação de uma moeda internacional que, funcionando como meio de pagamento em escala mundial, regularia oferta e demanda monetárias, além de dar à política monetária o caráter de determinante da estabilidade interna do nível de preços.

A princípio, Keynes adotava alguns postulados da economia clássica, no sentido em que considerava válido um dos princípios da Teoria Quantitativa da Moeda – de que distúrbios monetários causavam variações unicamente nos preços, consideração que aparece em 1919 na publicação de *The Economic Consequences of Peace*, quando de sua análise sobre as recentes instabilidades dos preços no período após a Primeira Guerra Mundial. Portanto, sendo a oferta monetária determinada pelo Governo, ou seja, exogenamente, Keynes ainda nesse momento acreditava que, tanto no curto quanto no longo prazo, a moeda tinha um caráter de neutralidade.

A partir de então, o economista passou a analisar o impacto social das variações monetárias, alterando gradualmente sua concepção inicial, de forma a reformular e, então, passar a contestar a teoria quantitativista.

O autor, que dividiu a sociedade em três classes sociais distintas, – negociantes, investidores e assalariados – considerava que a inflação gerava uma transferência concentradora de renda entre essas classes e, por outro lado, passou a entender que as variações nos preços impactavam o nível de produção. Dessa forma, a política econômica deveria focar-se em estabilizar preços, mas o rígido controle da oferta de moeda não se mostrava suficiente para tanto.

Keynes reinterpreta, portanto, a equação da Teoria Quantitativa da Moeda, refletindo fatores comportamentais que pudessem influenciar as variações na demanda por moeda. Os fatores comportamentais considerados eram tanto do banco central como de agentes econômicos individuais. Sendo assim, o curto prazo passa a ter influência sobre as variáveis reais da economia, e sua estabilidade, portanto, em se tratando do nível de preços, é passível de ser determinada através de uma política monetária curto-prazista que incorporasse os comportamentos dos agentes. Em suma, o papel da política monetária para a estabilidade do sistema econômico passava a ser fundamental.

Em sua obra “*Treatise on Money*”, publicada em 1930, portanto, Keynes começa a desenvolver uma teoria monetária mais geral, na qual a dinamicidade dos preços afeta variáveis como consumo, produção, decisões bancárias e o mercado financeiro. Caracteriza, também, duas esferas de circulação do capital – industrial e financeira, sendo a primeira relacionada a recursos monetários destinados à dinamização da produção corrente e, a segunda, à destinação de recursos monetários para a atividade especulativa. A taxa de juros é o elemento que determina a interdependência dessas esferas. De acordo com o autor “*It [a taxa de juros] is the instrument by which a disturbance is set up or equilibrium restored between the rates of Saving and of Investment*” (Keynes, 1976:185).

A variação na taxa de juros propaga-se no sistema econômico como um todo. Por exemplo, a elevação dessa taxa faz com que o preço do capital fixo seja reduzido e, portanto, eleve-se a poupança. Esse aumento, por sua vez, gera um desaquecimento da demanda por bens de consumo, fazendo com que os preços desses bens caiam. Dada a desaceleração da produção de bens de investimento e o desaquecimento da demanda, as decisões de investimento são postergadas, impactando numa diminuição das taxas de lucro da economia. Dessa forma, reduzem-se o volume de emprego e os salários dos trabalhadores.

Na “*Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*” (1936), como o nome já diz, Keynes desenvolve as teorias de determinação do investimento, da taxa de juros e da renda.

Combinando as três teorias, assegurar-se-ia a estabilidade da economia através de uma interação das esferas real e monetária. A esfera real é determinada pela eficiência marginal do capital, pela propensão a consumir e pelo multiplicador da renda. Já a monetária determina-se através da preferência pela liquidez e da oferta de moeda. É possível, no entanto, que o equilíbrio sugerido não seja alcançado, já que a interação entre as esferas normalmente é conflitante, conforme apresentado através dos conceitos que seguem.

A demanda Keynesiana por moeda também contempla, assim como a análise clássica, motivos semelhantes pelos quais os agentes demandam moeda, como razões transacionais e precaucionais. Nesse assunto, Keynes é mais incisivo e foca atenções para o papel da taxa de juros sobre a determinação do que chamou de “demanda especulativa de moeda”. As outras demandas são determinadas pela renda.

Dado que há uma incerteza sobre o nível futuro da taxa de juros e que um indivíduo decide quanto de sua renda decide orientar para consumo e poupança, assim que definida essa proporção de poupança, o agente econômico tem a opção de conservá-la em dinheiro ou adquirir títulos que lhe rendam taxa de juros. A parte conservada em dinheiro é que constitui a demanda pelo motivo especulação, e a razão pela qual se prefere conservar parte da poupança em forma líquida (dinheiro) é a incerteza sobre o futuro da taxa de juros. Esse dilema enfrentado pelo agente em decidir em que forma conservar sua poupança nasce da possibilidade que existe de enfrentar perdas de capital ao se possuir títulos quando se espera um incremento futuro da taxa de juros, dado que com isso se diminui o preço desses títulos. Assim, se os agentes têm expectativas de aumento da taxa de juros, ficarão tentados a conservar pelo menos parte de sua poupança em dinheiro, dado o risco de perda ao conservá-la em títulos. A situação é oposta quando se espera uma baixa da taxa de juros, pois nesse caso o possuidor de títulos tem a possibilidade de obter ganhos adicionais de capital.

O nível normal de juros é o que indica aos agentes que decisão tomar. Keynes argumentou que, nas economias, tende a existir um nível da taxa de juros que as pessoas consideram como normal e, quando o nível observado da taxa é superior ao este, elas tendem a esperar que venha a baixar. Por sua vez, quando o nível é menor, espera-se que suba.

Nesse sentido, em um dado momento, as pessoas ou esperam que os juros baixem, porque estão muito altos, e nesse caso estarão inclinados a possuir títulos em vez de dinheiro; ou

esperam que a taxa suba, dado um baixo patamar, de forma que se previnem de perdas de capital pela posse de títulos.

Keynes introduz, também, o conceito de demanda efetiva, que significa que existe a possibilidade de que uma demanda potencial não seja praticada por completo, implicando em excedente produtivo. O princípio da demanda efetiva considera que o dispêndio da sociedade determina o volume de renda e o nível de emprego. A demanda, por sua vez, é influenciada pelo nível de consumo, que é determinado por fatores comportamentais dos agentes econômicos. Dado que o consumo não é feito inteiramente, – é possível poupar ou entesourar – seu crescimento é proporcionalmente menor que a expansão da renda. Em resumo, a poupança filtra parte da demanda. Além disso, o nível de investimento também impacta a demanda, determinando inteiramente a dinâmica do sistema econômico. No entanto, – e daí surgem as dificuldades – o investimento depende da taxa de juros, que é um fenômeno monetário. Segundo Keynes (1936), a taxa de juros é o preço que equilibra a propensão a poupar riqueza na forma de moeda (ou preferência pela liquidez) e uma dada oferta de moeda no mercado ou, sob outro ponto de vista, é uma recompensa pelo não-entesouramento da moeda.

Keynes (1936) também pontua o papel da incerteza, sendo esta condição necessária de existência para a preferência pela liquidez como meio de conservação da riqueza. Sendo a decisão de aplicação do dinheiro condicionada pela taxa de juros e esta, por sua vez, caracterizada por uma instabilidade, surge a preferência pela liquidez.

A proporção de incerteza em relação ao futuro é, em partes, proporcional à preferência pela liquidez por parte dos agentes econômicos. Assim, conforme Braga (1985) a não neutralidade da moeda no longo prazo afeta as posições de equilíbrio da economia. Quando da existência de incerteza, é preferível ao agente econômico efetuar aplicações em ativos mais líquidos, como a moeda, ao invés de investir em ativos como os de capital.

O conceito da preferência pela liquidez desempenha papel crucial na construção teórica de Keynes, dado que a função mais relevante do dinheiro é a de reserva de valor.

Além dos fatores mencionados, também contribuem para o “desequilíbrio” o fato de que, sendo a moeda produzida pelo setor público, e não pelo privado, há um limite à queda para sua eficiência marginal, enquanto outros ativos, se produzidos em excesso, apresentam reduções acentuadas de suas eficiências marginais. Assim, dado que 1) a eficiência marginal da moeda pode crescer infinitamente, mas apresenta limites para a queda e que 2) a eficiência marginal do

capital de ativos distintos não tem uma proporção igual de elevação e pode cair praticamente sem limites, surgem desequilíbrios econômicos.

Por outro lado, a insuficiência da demanda efetiva pode ser compensada pelo investimento, que é capaz de reabsorver toda a poupança da economia, reorientando-a em direção à demanda. Assim, é possível que se supra a dita insuficiência.

Portanto, para Keynes, poupança e investimento são atos independentes e realizados por indivíduos diferentes. Nesse sentido, reforça-se que não existe no mercado, *ex-ante*, nada que garanta a igualdade entre as variáveis, ou seja, nada conduz ao ajuste automático das mesmas, embora a possibilidade seja possível *ex-post*.

Keynes considera que, mais que depender da taxa de juros, a poupança também depende do nível de renda, dado que consiste num resíduo da mesma. Quanto maior a renda, maior será a capacidade de poupar das famílias e da economia. Não há uma variável que garanta uma igualdade automática entre poupança e investimento, na teoria Keynesiana, que são variáveis determinadas por elementos distintos – renda e taxa de juros, respectivamente. Sendo provável uma desigualdade permanente entre as duas variáveis, que pode originar desequilíbrios econômicos, alcançar a igualdade delas depende de estimular o investimento através de modificações na taxa de juros, de forma que uma redução dessa taxa tornaria rentáveis projetos de investimento que, em outras ocasiões, não o seriam.

A essência do desenho final da teoria monetária Keynesiana, portanto, através da identificação de uma relação entre as esferas real e monetária, acaba por rejeitar as leis clássicas de mercado, que conduzem a um equilíbrio inevitável, e classifica a moeda como não-neutra, tanto no curto como no longo prazo. Dessa forma, não é possível sustentar o pleno emprego via demanda agregada, dado que é possível se ter a manutenção do poder de compra em uma esfera independente da produção e, portanto, do trabalho.

A teoria monetária Keynesiana, cuja visão muito inicial era ortodoxa e de neutralidade da moeda, sofreu profunda alteração, chegando a uma versão final na qual existe uma economia monetária que apresenta flutuações de demanda efetiva, destacando o papel da moeda em sua compreensão, e níveis emprego em função da existência de formas de valorização da riqueza que escapam à decisão produtiva e de investimentos por parte de empresários.

A reinterpretação de Keynes acentuou o caráter endógeno da demanda por moeda e deu maior importância ao curto prazo, além de colocar em pauta questões como o papel das expectativas, da instabilidade do valor da moeda, entre outras.

2.1. Keynes x Monetaristas

O ponto central que levou Keynes a criticar os monetaristas, segundo Corazza (1996) é o fato de a hipótese clássica básica de que a economia funciona a plena capacidade demonstrou ser falsa na Grande Depressão de 1930. Portanto, se a economia não opera em pleno emprego, o que foi evidenciado pela crise, variações na quantidade de moeda podem, antes de afetar os preços, ter impactos negativos sobre produto e emprego.

Dessa forma, se o pleno emprego de fatores não pode ser assegurado pelo princípio do “*laissez-faire*”, admitem-se críticas às hipóteses da Teoria Quantitativa da Moeda. Assim, o nível de renda e o produto podem ser afetados e sofrer variações relevantes, assim como preços e salários podem ser rígidos em função de fatores institucionais como administração de preços e ações sindicais. Ainda mais, não é a quantidade de moeda que afetará o nível de preços mais fortemente, senão os custos de produção.

As principais contraposições entre as teorias residem nas diferentes visões a respeito de como opera a economia capitalista e do papel que nela desempenha a moeda. Keynes constrói um paradigma alternativo que rejeita os principais postulados da economia clássica e a suposição de que o sistema econômico capitalista seja fundamentalmente cooperativo.

Keynes destaca que a política ortodoxa é inadequada para gerenciar economias reais e, portanto, salienta o papel do Estado como de grande importância nesse gerenciamento. Analisa o que denomina de “teoria monetária da produção” de uma economia empresarial que, para o autor, difere-se bastante da economia cooperativa sugerida pelos autores clássicos. Nesse sentido, afirma que:

“A economia clássica é uma economia que usa dinheiro, mas meramente como um elo neutro de transações entre coisas reais e ativos reais e que não afeta motivos ou decisões e, por isso, pode ser chamada – na falta de melhor nome – um economia de troca real ou neutra, cooperativa, de salário real” (Keynes, 1978, p. 408).

Garlipp (2008) destaca as principais características distintivas entre uma economia monetária cooperativa e uma empresarial: (a) o objetivo dos agentes; (b) caráter das decisões; (c)

suscetibilidade às flutuações; (d) importância do tempo e da incerteza; (e) propriedades do dinheiro.

- (a) *O objetivo dos agentes:* na economia monetária clássica considera-se que as decisões de produção dependem da expectativa de se adquirir mercadorias com o volume de dinheiro que se espera receber e, a partir daí, determina-se o nível de emprego. Por outro lado, na economia empresarial, tais decisões são função do volume de dinheiro com o qual se espera ser remunerado. Em última instância, o objetivo é o aumento do lucro monetário ou a valorização do dinheiro. “*Acumular dinheiro é o objetivo ‘real’ das firmas que operam em uma economia monetária*” (Carvalho, 1989:183). Dessa forma, a produção caracteriza-se como um meio de acumulação de capital, sendo a lucratividade do empresário fator determinante para as decisões de produção e, no ambiente econômico, permeia a incerteza quanto à venda.
- (b) *Caráter das decisões:* “*As decisões dos empresários são um fator crucial na geração de renda e emprego, uma vez que eles controlam os instrumentos e ou os fundos financeiros necessários à produção*” (Garlipp, 2008:5). Diferentemente da teoria monetária clássica, para Keynes, o dinheiro desempenha papel próprio e afeta motivos e decisões. É sua posse que comanda os recursos, determinando decisões de gasto empresariais como investimentos, que afetam emprego e renda, assim como decisões de gasto subordinadas – o consumo dos agentes.
- (c) *Suscetibilidade às flutuações:* numa economia empresarial, como a caracterizada por Keynes, dado o caráter descentralizado e competitivo das decisões (contrastando com a economia cooperativa), que são tomadas num ambiente de incerteza a respeito de rendimentos, concorrência, demanda e preços, é plausível que essas decisões gerem flutuações em variáveis relevantes. Combinada a isso, a inexistência de mecanismos automáticos de ajuste, segundo Keynes, evidencia os motivos pelos quais produção e emprego são variáveis tão sujeitas a flutuações.
- (d) *Importância do tempo e da incerteza:* existem opções de valorização do dinheiro que são comparadas com base em expectativas a respeito das conseqüências futuras de decisões tomadas no momento presente. Em contraposição aos clássicos, “*Keynes tem claro que, em uma economia monetária, a valorização da riqueza é um processo que demanda tempo, e a rentabilidade efetiva de cada aplicação é desconhecida no*

momento da decisão – presente –, pois que sua determinação depende de um conjunto de fatores e acontecimentos que tem lugar no futuro.” (Garlipp, 2008:6). Dada a imprevisibilidade do futuro, adota-se a hipótese de comportamento médio do mercado. Em função da incerteza, os agentes tendem a seguir determinadas convenções, sendo a principal suposição a de que o futuro se parecerá com o passado (Keynes, 1936). As decisões são tomadas com o intuito de se minimizar a incerteza, embora mesmo as convenções estejam sujeitas a reformulações.

- (e) *Propriedades do dinheiro*: para Keynes a moeda possui propriedades peculiares, como elasticidades nulas de produção e substituição, que são capazes de trazer instabilidades ao funcionamento econômico, abrindo espaço para a propagação de crises. *“Enquanto houver confiança, os possuidores de riqueza reterão dinheiro em seus portfólios por períodos indefinidos, mas, se as expectativas com relação ao seu valor futuro se tornam elásticas, o dinheiro perde seu atributo de liquidez e se converte em mero meio de pagamento”* (Alves e Veríssimo, 2010:22). Adicionalmente, a teoria keynesiana contrasta com a clássica em relação conceito de neutralidade da moeda. Enquanto a Teoria Quantitativa prega que variações na quantidade da moeda afetam unicamente os preços e, portanto, não têm influência alguma sobre variáveis reais, Keynes assinala o contrário. Para o autor, a moeda não é neutra, mesmo no longo prazo. Ela é capaz de afetar preços relativos, via taxa de juros, além de impactar decisões de produção e investimento, contemplando determinações tanto de curto quanto longo prazo. Sendo o futuro incerto, as decisões não o afetam apenas, mas dependem das expectativas que se têm a respeito desse período.

As teorias clássica e keynesiana diferenciam-se, ainda, em outros quesitos, como o papel do Estado, a eficiência do capital, o caráter do desemprego e a teoria da demanda por moeda.

Existe desemprego involuntário na economia capitalista keynesiana, que é explicado pelas peculiaridades monetárias da economia. Nela, o volume de investimento é determinado, em última instância, pelo nível geral de emprego, já que este afeta renda, poupança e decisões de consumo dos agentes. O nível geral de empregos, por sua vez, tem como determinante o mercado de bens.

Os empresários são os agentes geradores de emprego e renda, sendo que sua lucratividade condiciona as decisões de produção. Os investimentos, por sua vez, determinam os lucros.

A taxa de juros é o prêmio pela abstinência à liquidez. É determinada pela contraposição entre preferência pela liquidez e pela quantidade de moeda em poder das autoridades monetárias, que indica seu caráter exógeno.

As curvas de ofertas e demanda têm uma relação de interdependência e a economia manifesta-se do gasto para a renda. Keynes enfatiza os determinantes do gasto em vez da quantidade de moeda e introduz um novo mecanismo de ajuste não monetário – o multiplicador de renda. Para Keynes há uma relação multiplicadora entre gasto autônomo e renda total, ou seja, uma política fiscal teria impacto mais poderoso sobre renda e emprego que uma política monetária, principalmente em momentos de depressão econômica.

Keynes não trata da eficiência do investimento, mas da eficiência do capital, que está relacionada à expectativa de rendimento futuro dos bens de investimento. É característica do capital a capacidade de valorização e reprodução própria. Embora possa ser valorizado tanto na esfera produtiva como na financeira, é apenas na primeira que se gera renda, emprego e produção.

“A crise se origina no colapso da eficiência marginal do capital, que, buscando valorização, é barrado pelas altas taxas de juros. No momento em que se apresentam as decisões acerca de investimentos, atua um conjunto de expectativas otimistas. Contudo, se os rendimentos esperados não ocorrem, tem-se uma reação imediata e desproporcional, fato que provoca uma redução das expectativas em um momento extremamente pessimista. Com o colapso, há uma corrida pela liquidez, geradora do aumento da taxa de juros, que só ocorre depois do colapso da eficiência marginal do capital. A crise do capital é explicada pela incapacidade de se realizarem investimentos prováveis: projetou-se uma renda provável, que não foi realizada. Assim, o cálculo expectacional, a expectativa das decisões e a incoerência destas resultam no colapso” (Alves e Veríssimo, 2010:23).

Keynes (1978) enfatiza que o colapso das expectativas não é compensado apenas por política monetária. Deve-se atuar sobre a capacidade excedente para que haja uma retomada dos investimentos. Surge, portanto, o papel essencial do Estado, que vem de encontro à regulação das expectativas em conjunto com o setor privado, com o objetivo de manter um nível razoável de

investimentos. Ainda que longe do equilíbrio e mesmo sendo inerentemente instável, é possível manter a ordem do sistema econômico que apresenta, sim, algumas regularidades.

“As propostas econômicas em Keynes são sempre apontadas pela regulação pública da economia, mas esta regulação não é totalmente centralizada, são indicações de suporte, coordenação e ordenação do Estado para uma economia com menos flutuações” (Libânio, 2001:11)

O Estado deve, portanto, atuar como sinalizador das expectativas. Através de ações preventivas e corretivas, deve trabalhar para minimizar as instabilidades, evitando que as crises sejam acentuadas. Flutuações da eficiência marginal do capital e o favorecimento e estímulo do investimento são variáveis que devem ser controladas.

Para Keynes (1978: 378), *“cabe ao Estado exercer uma influência orientadora sobre a propensão a consumir, em parte mediante o sistema de tributação, em parte por meio da fixação da taxa de juros”*. O sistema bancário, por si só, não parece ser suficiente para manter e estimular um nível ótimo de investimentos.

Essencialmente a economia é caracterizada por uma contradição entre racionalidade individual e social. O Estado, por meio de uma posição atuante na economia, pode minimizar esse conflito através de medidas que sustentem a demanda efetiva e gerencie as expectativas dos agentes, através do controle de crédito e moeda.

A intervenção estatal não vem apenas para contornar os resultados insatisfatórios de um livre mercado. Mais do que isso, Keynes acredita em sua capacidade de formar uma burocracia pública eficiente, capaz de gerir favoravelmente a política econômica, sem interferir as liberdades individuais. Dado que o Estado tem capacidades peculiares as quais agentes privados não detêm, como de mobilizar de recursos, dominar a emissão de moeda e a possuir a habilidade de moldar as expectativas dos agentes, afetando o grau de incerteza do sistema econômico, evidencia-se a importância de sua atuação e intervenção.

As políticas monetária e fiscal são os principais instrumentos que o Estado possui para gerir e poder afetar variáveis que impactam na determinação de renda e emprego.

Através de política fiscal, eleva-se o gasto agregado, que, via multiplicador, afetará a renda e, conseqüentemente, o investimento. Portanto, uma economia em retração requer um orçamento público deficitário, enquanto em períodos de expansão se espera um orçamento

superavitário. Dessa forma, a política funciona com estabilizador de demanda (Ferrari Filho e Conceição, 2001).

A política monetária, por sua vez, através da oferta de moeda, impacta a taxa de juros, afetando, indiretamente, o nível de investimentos. Portanto, a oferta de moeda deve acompanhar oscilações da demanda, caracterizando a existência de um limite para a política monetária em termos de regulação do sistema.

As teorias de demanda por moeda clássica e keynesiana também são divergentes. Segundo Corazza (1996), Keynes considera a equação neoclássica ($MV=PT$) sem significado econômico. Dado que a velocidade de circulação da moeda não é constante para Keynes, variações na oferta de moeda podem se refletir nessa velocidade, sem afetar, necessariamente, o nível de preços. Mais uma vez, portanto, evidencia-se a incapacidade da política monetária de regular por si só a atividade econômica.

Keynes apresenta uma teoria da demanda por moeda que se expressa na seguinte equação: $M = L1(Y) + L2(r)$, sendo $L1(Y)$: demanda por moeda em função da renda pelos motivos transação e precaução e $L2(r)$: demanda por moeda em função da taxa de juros pelo motivo especulação.

Portanto, uma alteração na preferência pela liquidez pode anular os efeitos de uma política monetária expansionista, deixando de impactar a taxa de juros e, portanto, o investimento. Mesmo com uma redução da taxa de juros, a política pode mostrar-se ainda ineficiente se a eficiência marginal do capital for ainda menor que os juros. Ademais, sendo a preferência pela liquidez muito intensa, poderia ser gerada uma armadilha da liquidez keynesiana, na qual o aumento da oferta de moeda seria neutralizado pela elevada demanda especulativa pela mesma, sem impactar renda real ou preços.

Em resumo, Keynes atribui distúrbios econômicos como a Grande Depressão de 1930 não à má administração da quantidade de moeda por parte do Estado, senão a fatores reais, como a queda do nível de investimentos em função de colapso de confiança por parte de empresários. Keynes formula teoria monetária dos juros, determinados por oferta e demanda de moeda.

Capítulo 3 – A Teoria Monetária de Thornton

Henry Thornton (1760-1815), economista, foi um teórico monetário pioneiro. Exerceu as funções de banqueiro, membro do Parlamento, além de escrever literatura cristã. Autor do “*An Enquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain*” (1802), difundiu idéias que, ao mesmo tempo em que trouxeram grandes contribuições para a economia monetária clássica, foram capazes de preceder conceitos do pensamento moderno.

“Thornton has been praised for the sophistication of his macroeconomic thinking and for the extent to which he developed ideas later associated with giants such as Knut Wicksell and J.M. Keynes.” (Skaggs, 1995:1)

Embora haja um consenso entre os teóricos monetários de que as produções de Thornton tiveram pequeno efeito no desenvolvimento da economia monetária britânica clássica, acredita-se que um dos motivos para tanto foi o fato de que o autor tinha idéias tão avançadas para seu tempo, que puderam ser apreciadas apenas posteriormente, quando redescobertas. Ainda assim, particularmente sobre os membros da *Banking School*, as idéias de Thornton tiveram certa influência. A literatura monetária inglesa entre 1820 e 1875 demonstra uma conexão entre Thornton e essa escola de pensamento.

O autor escreve na época da restrição bancária (1797 – 1821), quando a Inglaterra suspende o padrão ouro durante a guerra com a França. O Banco da Inglaterra fica isento da obrigação de converter suas obrigações em barras de ouro e torna-se responsável por gerir um padrão monetário de inconvertibilidade, num contexto de taxa de câmbio flutuante.

O autor introduziu no pensamento econômico da época temas como a preferência pela liquidez, a importância do sistema de crédito e o papel dos Bancos Centrais como reguladores da economia, o que posteriormente o levariam a ser identificado como um precursor das idéias keynesianas.

3.1. O Sistema Monetário e Creditício em Thornton

A análise de Thornton sobre o comportamento da economia tem como pontos centrais o entendimento sobre o mercado de crédito e a consideração de que deve haver uma distinção entre moeda e todas as formas de *paper credit*.

“Gold coin is to be viewed chiefly as a standard by which all bills and paper Money should have their value regulated as exactly as possible” (Thornton, 1978:111).

O autor define *paper credit* como *“paper serving to express that confidence which is in the mind, and to reduce to write those engagements to pay, which might otherwise be merely verbal.”* (1962, p. 76). É um papel fundamentado no crédito comercial, que consiste na confiança que subsiste entre homens de negócios. A expansão do crédito, por sua vez, associa-se com o desenvolvimento do comércio; portanto, instrumentos de crédito são mais comuns e diversos em sociedades mais complexas.

O sistema bancário inglês, para Thornton, é constituído principalmente pelas seguintes instituições: Banco da Inglaterra, bancos de Londres e bancos regionais.

“Para minorar o risco de crédito dos tomadores de empréstimos, as instituições bancárias mantinham reservas fracionadas, compostas, basicamente, por ouro e notas do Banco da Inglaterra (no caso, dos bancos de Londres e regionais).” (Filho, 2006:63).

Ainda que o padrão seja a moeda de ouro, outros papéis que circulavam na economia também exerciam a função de meios de troca. Até mesmo papéis de bancos regionais e letras de câmbio, em épocas nas quais o estado de confiança era habitualmente “saudável”, eram utilizados para tanto, mesmo que apenas local ou regionalmente.

De acordo com Skaggs (1995), as notas do Banco da Inglaterra embasavam a liquidez do sistema monetário-creditício por completo. Portanto, havendo uma restrição da quantidade dessas notas em circulação, poder-se-ia gerar um colapso de crédito, dada uma forte redução de liquidez geral.

O sistema creditício descrito por Thornton poderia ser afetado tanto por choques de demanda quanto de oferta monetária. O Banco da Inglaterra, portanto, surge como agente fundamental para minimizar os efeitos desses possíveis distúrbios. Cabe a ele exercer uma função diferenciada: além de prevenir e minimizar súbitas variações na quantidade de meio circulante, assim como em sua velocidade, o Banco da Inglaterra, na visão do autor deve, também, assumir o papel de prestador de última instância, sendo o órgão para o qual os demais bancos do sistema poderiam recorrer durante crises de liquidez.

Um dos fatores que o autor considerava como fragilidade central da economia era a possibilidade de súbitas restrições na quantidade de crédito disponível em função da existência de

rigidezes, como a salarial, que teriam efeitos reais no curto prazo. E, nesse contexto, uma política restritiva não se mostraria eficiente, já que uma redução da quantidade de notas abaixo do nível necessário para se efetuar pagamentos determinados, por exemplo, por contratos pré-estabelecidos em termos nominais, poderia implicar em um dreno interno das reservas de ouro do banco. Portanto, *“gold, in such case would unquestionably be hoarded ... and it would, probably, not again appear until confidence should be restored by the previous introduction of some additional or some new paper circulation”* (Thornton, 1978:115).

Era imperativo que o Banco da Inglaterra soubesse diferenciar entre drenos interno e externo de ouro para que, então, pudesse tomar a atitude mais adequada para agir. Thornton, portanto, caracteriza três causas que implicam em drenagem de ouro:

- 1) *Crises de confiança*: a eclosão de uma crise de confiança deixa os agentes inseguros quanto à capacidade de efetuar os pagamentos que devem. Nesse sentido, aumenta-se a demanda por liquidez, de forma que os ativos mais líquidos da economia passam a ser entesourados. Reduz-se, portanto, a velocidade de circulação desses ativos, o que exige uma maior quantidade de dinheiro disponível para que a mesma quantidade de pagamentos seja efetuada. Paralelamente, os bancos regionais sofrem com corridas bancárias e falências, já que seus títulos não são críveis como os do Banco da Inglaterra. Nesse sentido, Thornton apresenta uma crítica a Adam Smith, trazendo a proposição de que, para atuar diante de situações como essa, o Banco da Inglaterra deve manter uma elevada taxa de reservas. Assim, uma política expansionista e de livre crédito restauraria o nível de pagamentos, a credibilidade e a confiança em relação ao sistema. *“E Thornton ainda percebeu ... que o mero anúncio de um empréstimo que o governo faria de letras do tesouro já tinha contribuído significativamente para que a desconfiança fosse dissipada”*. (Filho, 2006:66). Essa causa caracteriza a eclosão de uma drenagem interna.
- 2) *Balança comercial desfavorável em função de mudanças no setor real da economia*: sendo a balança comercial desfavorável de um país em relação ao outro caracterizada pela migração de ouro do primeiro para o segundo ou uma dívida constituída entre esses países, Thornton acreditava que o nível de importações em um país deveria aproximar-se do nível de exportações, de forma a não exacerbar uma considerável diferença de saldos. Portanto, a tendência é de que houvesse um equilíbrio na balança comercial e que, em situações normais, haveria certa convergência para tal equilíbrio. Apesar disso,

ocasionalmente pode haver déficits ou superávits, originados por fatores reais temporários, como por exemplo, problemas de colheita. Uma balança comercial deficitária teria como efeito uma elevação da demanda por ouro junto ao Banco da Inglaterra, drenando seus recursos. Mais uma vez, a atitude do Banco deveria ser a manutenção de uma reserva robusta com a qual poderia contar em casos de drenagem externa, como a aqui caracterizada.

- 3) *Balança comercial desfavorável em função de quantidade excessiva de meio circulante:* para Thornton, o preço monetário de qualquer mercadoria pode ser explicado da seguinte maneira: “(...) *the price at which the exchange (or sale) takes place depends on two facts; on the proportion between the supply of the particular commodity and the demand for it, which is one question; and on the proportion, also, between the state of the general supply of the circulating medium and that of the demand for it, which is another.*”(1962:194). Segundo o autor, um aumento da quantidade de meio circulante (mantendo-se uma quantidade fixa de oferta de mercadorias) reduziria seu valor de troca em relação a esses produtos, implicando em uma elevação do preço monetário deles. A mesma condição se aplica para o valor do meio circulante nacional em relação ao externo, ou seja, a taxa de câmbio nacional se depreciaria. Sendo o ouro uma commodity como qualquer outra, para Thornton, ele teria seu valor apreciado em relação ao meio circulante, elevando sua demanda e, conseqüentemente, drenando-o. Diferentemente das demais, para esse tipo de drenagem externa o economista recomendou uma redução da quantidade de notas por parte do Banco, que deveria ser feita cautelosa e gradualmente, evitando falências e corridas bancárias.

“To limit the total amount of paper issued, and to resort for this purpose, whenever the temptation to borrow is strong, to some effectual principle of restriction; in no case, however materially to diminish the sum in circulation, but to let it vibrate only within certain limits; to afford a slow and cautious extension of it, as the general trade of the kingdom enlarges itself; to allow of some special, though temporary, increase in the event of any extraordinary alarm or difficulty, as the best means of preventing a great demand at home for guineas; and to lean to the side of diminution, in the case of gold going abroad, and of the general exchanges continuing long unfavourable; this seems to be the true policy of the directors of an institution circumstanced like that of the Bank of England.” (Thornton, 1962:259)

Ainda segundo o autor, uma redução muito repentina da quantidade de notas bancárias, em vez de atrair ouro ao país pode, inclusive, evitar que isso ocorra, aumentando o risco do próprio Banco.

Drenos externos relacionados a déficits da balança comercial podem ser postergados em função de crises de liquidez. A escassez de notas bancárias reduz a demanda por manufaturados, levando à queda de seus preços. No entanto,

"a fall arising from a temporary distress, will be attended probably with no correspondent fall in the rate of wages; for the fall of price, and the distress, will be understood to be temporary, and the rate of wages, we know, is no so variables as the price of goods". (1978:19).

A reação dos empresários, portanto, é a de reduzir a produção, agravando ainda mais o déficit comercial.

É possível auferir que a confiança do sistema e a preferência pela liquidez por parte dos agentes dependem em grande medida das ações do Banco, em si. Uma reação má sucedida por parte do mesmo diante de situações em que se amplia a demanda por crédito, pode levar a desarranjos do sistema e à drenagem – interna ou externa – de moeda.

Reiterando a visão de que o Banco da Inglaterra deve manter níveis elevados de reservas, Thornton ainda declara, no que ficou conhecido como “Princípio da Moeda”:

"The ideia which some persons have entertained of its being at all times a paramount duty of the Bank of England to diminish its notes, in some sort of regular proportion to that diminution which it experiences in its gold, is, then, and ideia which is merely theoretic." (1978:116).

Dada a visão de um sistema creditício potencialmente frágil, é plausível que Thornton defenda a manutenção de elevadas reservas de outro por parte do Banco. A acomodação de flutuações temporárias tanto de moeda, quanto de notas e crédito, depende da existência desse tipo de reserva.

De acordo com Skaggs (1995:1215), Thornton trouxe seu entendimento dos mercados de crédito e de preferência pela liquidez para uma sofisticada compreensão macroeconômica. Desenvolveu um sistema que integra o mercado de bens, cujas bases são uma teoria de oferta agregada que distingue curto e longo prazos, e um rudimentar teoria de demanda agregada fundamentada na sensibilidade dos juros reais em relação ao investimento. A teoria monetária de Thornton contempla o modelo de taxa natural de juros, semelhante à de Wicksell. Ambos os

autores reconheceram que uma política creditícia expansiva pode ampliar o estoque de capital através de um mecanismo de poupança forçada.

A teoria de Thornton contrasta com a opinião de Ricardo a respeito do mecanismo de ajustes relacionados ao mercado internacional. Enquanto o autor da *Currency School* defende que variações na taxa de câmbio ou no preço do ouro eram afetadas unicamente através de políticas do Banco da Inglaterra, Thornton adiciona ao tema a possibilidade de efeitos sobre as taxas de câmbio fixa ou flexível, em função de demandas interna e externa e ofertas derivadas de fatores reais ou monetários.

3.2. Thornton x Currency School

Thornton apresentava controvérsias relevantes principalmente em relação à teoria da *Currency School*, as quais podem ser classificadas em diversas categorias, enunciadas e descritas abaixo:

- 1) *Flexibilidade do sistema financeiro*: Para Thornton, a restrição de notas bancárias não era eficiente, dada sua visão da existência de um alto grau de substituição entre ativos. A escassez desse tipo de notas iria levar um maior uso de letras de câmbio e/ou depósitos nas transações. Além disso, ressaltava a importância das inovações financeiras que, num contexto de prolongada restrição, apareceriam podendo, inclusive, reduzir a importância das notas bancárias no sistema financeiro. Essa ideia influenciou diretamente a Banking School.
- 2) *Manutenção da liquidez*: Uma das principais ideias defendidas na publicação de *Paper Credit* foi a importância do Banco da Inglaterra como agente garantidor da liquidez do sistema financeiro britânico, papel que, de acordo com a *Currency School*, afetaria negativamente o crédito, acentuando flutuações de taxa de juros. Embora essa escola tivesse preocupações a respeito da manutenção de liquidez no sistema creditício, acreditavam que ele era robusto e, portanto, não necessitava grande atenção e atuação por parte do Banco da Inglaterra. O mecanismo de equilíbrio automático de longo prazo era considerado suficiente para manter a regulação do sistema.

- 3) *Emissões por parte de bancos regionais*: Thornton não via problemas em haver uma grande variabilidade de notas circulando no país, desde que a quantidade em circulação fosse compatível com a quantidade demandada pelos agentes. “*Country bank paper, as compared with Bank of England notes, cannot be, to a material degree, excessive in any part of England; because by the custom of our country Banks, it is convertible, without any discount, into the London paper*” (Thornton, 1939:260-1). Diferentemente da visão da *Currency School*, na qual se acreditava que a expansão das emissões bancárias é feita exogenamente, Thornton e seguidores da *Banking School* acentuavam seu caráter endógeno.
- 4) *Distinção entre tipos de drenagem de ouro e de choques*: A cuidadosa distinção entre drenos internos e externos de ouro e entre distúrbios temporários e permanentes na economia foi uma das principais contribuições de Thornton em política monetária, conflitando diretamente com o que a *Currency School* pregava: que a redução da oferta monetária era a única solução para os distúrbios. Na concepção do autor, como já foi mencionado, em situações em que os choques eram considerados temporários, a política apropriada seria de acomodação. Para tanto, o Banco da Inglaterra deveria manter uma grande reserva de ouro com esse propósito, ideia rejeitada como guia de política por parte da *Currency School*.

“It may be the true policy and duty of the bank to permit, for a time, and to a certain extent, the continuance of that unfavorable exchange, which causes gold to leave the country, and to be drawn out of its coffers ... The bank, however, ought to be provided with a fund of gold so ample, as to enable it to pursue this line of conduct, with safety to itself, through the period of an unfavorable balance.” (Thornton, 1939: 152-3)

Thornton ainda introduz ao debate questões antes negligenciadas. As contribuições de sua teoria do nível de preços residem em sua descrição da demanda por moeda. O autor desenvolve o conceito de custo de oportunidade na retenção de dinheiro, além de abordar a questão das expectativas dos agentes.

É ele o autor responsável pelo desenvolvimento de uma nova teoria relacionada a mecanismos de transmissão. Skaggs (1995:1222) descreve o raciocínio de Thornton nesse sentido:

“Thornton’s major contribution to the theory of the transmission mechanism was the development of the indirect mechanism, an approach

the found its way into monetary orthodoxy through the Banking School. Thornton's recognition that autonomous changes in velocity contributed to changes in income widely accepted, as was his view that causation could run from prices and real income to money, as well as in the other direction”.

Também em contraposição à ortodoxia clássica, Thornton revisa a teoria dos ciclos, ao afirmar que flutuações cíclicas podem promover alterações na atividade econômica real.

A contribuição de Thornton à teoria econômica ficou evidenciada em meados de 1870. Com uma *Currency School* desacreditada, era largamente aceita a suposição de que o Banco da Inglaterra deveria manter uma larga reserva de ouro para fazer frente aos desajustes. Além disso, era também benquista a política bancária de gerenciamento da taxa de juros com o objetivo de atrair ouro externamente, claro, levando-se em conta a distinção entre drenos internos e externos de ouro como elemento central.

Embora a influência do economista sobre a teoria monetária em sua versão mais clássica tenha sido expressiva, Thornton era relativamente desconhecido durante a década mencionada.

Alguns autores especularam o porquê disso. Peake (1992), por exemplo, atribui tal desconhecimento a uma possível confusão de Henry Thornton com seu irmão, Samuel, que foi diretor do Banco da Inglaterra. Isso poderia ter denegrido a imagem do autor, ao ser “acusado” de parcialidade. Outros levantaram como possível causa, uma sobreposição de Ricardo em relação à Thornton, em função da forma pela qual ambos apresentaram suas ideias. Enquanto as publicações de Ricardo foram consideradas mais claras e organizadas, a discussão de Thornton parecia ser de mais difícil entendimento. Por fim, outro fator que pode ter impactado esse desconhecimento da teoria de Thornton, foi uma advertência de John Stuart Mill a respeito de que as ideias do autor nada mais eram do que uma re-elaboração do sistema ricardiano. (Skaggs, 1995)

Ainda assim, não se pode negligenciar a importância da contribuição de Thornton ao pensamento monetário da época, nem as possíveis influências que possa ter tido sobre teóricos posteriores.

Capítulo 4 – Thornton X Keynes: Uma Comparação Teórica

Henry Thornton ficou conhecido por suas contribuições na área de teoria monetária e bancária, com destaque para o entendimento da função do banco central, representado na figura do Banco da Inglaterra, como prestador de última instância para os demais bancos do sistema monetário do país. Esse entendimento que, por um lado, afastou-se de sua corrente original de pensamento, por outro, em se tratando de semelhanças teóricas, o aproximou da posteriormente difundida corrente Keynesiana.

Nesse sentido surgiram especulações sobre uma possível influência da teoria de Thornton sobre as revolucionárias ideias de Keynes. Levantou-se a questão: pode Thornton ser considerado precursor de Keynes? Embora não haja um consenso sobre uma resposta para tal questionamento, diversos autores trataram do assunto, evidenciando semelhanças e diferenças entre as teorias monetárias de ambos.

Patrício (2007:1) destaca que:

“a teoria quantitativa da moeda, na versão de Thornton, ainda que seja uma teoria da determinação do nível geral de preços, ‘clássica’ – seja porque trata os preços como variável dependente e a moeda como variável explicativa causal, apontando para mecanismos de transmissão, tanto diretos como indiretos, da moeda para preços – diverge desse caminho comum pela ênfase no papel das expectativas, da taxa de juros e da ação das autoridades monetárias na confiança dos agentes econômicos.”

Portanto, a teoria desenvolvida por Thornton, embora ainda clássica, é apontada como alternativa às ideias ortodoxas de Ricardo e mesmo à formulação mais moderna de Fisher. Não é à toa que, posteriormente, o autor tenha sido incluído na corrente teórica que ficaria conhecida como “Teoria Alternativa da Moeda”.

Ainda que defenda a noção de equilíbrio automático, Thornton enfatiza que as expectativas dos agentes exercem forte efeito sobre seus comportamentos. E, nesse sentido, o processo de transição entre duas posições de equilíbrio pode gerar efeitos reais no curto prazo, em função de variações na quantidade nominal de moeda. Isso significa que o autor adota a suposição de não-neutralidade da moeda.

Dado um mecanismo de ajuste de preços relativos e a suposição de que existam efeitos reais no curto prazo, é admissível que as autoridades monetárias intervenham no sentido

de minimizar os efeitos que possam vir a ser causados em função da mudança de confiança dos agentes, colaborando para manter ou ampliar os níveis de produção e emprego.

Hicks (1967), embora tenha chegado à conclusão de que a hipótese de que Thornton tenha influenciado Keynes deva ser rejeitada, faz uma comparação bastante clara entre as teorias, destacando inclusive, os pontos de convergência entre elas.

Fundamentalmente, segundo Hicks, as teorias dos dois autores são semelhantes em duas questões: a ideia de preferência pela liquidez e a característica da rigidez salarial.

Thornton (1962) atribui variações na velocidade de circulação da moeda a mudanças no estado de confiança dos agentes. Isso significa que, diante de um cenário de confiança modificado, os agentes econômicos alteram suas preferências por liquidez, podendo gerar efeitos reais na economia. Por outro lado, ao analisar a proposição de que necessariamente pressões para baixo na taxa de câmbio deveriam ser respondidas com política deflacionária restritiva, Thornton chega à conclusão de que o nível salarial não é tão variável quanto o nível de preços de mercadorias. E, portanto, esse tipo de restrição poderia significar uma retrocessão no processo produtivo, agravando ainda mais o ambiente econômico.

Keynes, por sua vez, enfatiza essa intrínseca rigidez salarial. Conjuntamente, sua preocupação com efeitos temporários sobre o emprego caracterizam o autor como um teórico curto-prazista.

O conceito keynesiano de preferência pela liquidez, por sua vez, não designa apenas a ideia demanda por dinheiro, mas é a base para o desenvolvimento de sua teoria monetária alternativa sobre a taxa de juros. Portanto, *“Thornton’s treatment of the precautionary demand for money does not in itself make him a precursor of Keynes’ liquidity preference theory”*. (Smithin, 1996:237).

Essa nova teoria sobre a taxa de juros proposta por Keynes surge com o intuito de enfrentar e substituir a teoria tradicional de taxa natural de juros – esta, defendida por Thornton.

Este é um dos principais pontos divergentes entre os autores. Enquanto Thornton aceita o conceito de taxa natural de juros do *mainstream*, Keynes o rejeita piamente, chegando a elaborar uma nova teoria a respeito: *“...changes...in the state of liquidity preference...primarily affect, not prices, but the rate of interest...this...is my theory of the rate of interest...”* (Keynes, 1936, p. 243).

A teoria de Thornton sobre a taxa de juros prega, essencialmente, que ela não é passível de manipulação através de instrumentos monetários. Para o autor, mesmo que o Banco da Inglaterra imponha variações na taxa de juros, ela convergirá para uma taxa média natural. Se os juros estiverem menores que a taxa de retorno de projetos de investimento, se incentivaria a aquisição de empréstimos. Isso estimularia uma contínua expansão da oferta monetária e de um processo inflacionário. Por outro lado, quando o contrário ocorresse, o efeito seria de deflação. Então, para Thornton (1802; 1962, p.254), *“we may consider ...this question as turning principally on a comparision of the rate of interest taken at the bank with the current rate of mercantile profit.”*

O modelo de Thornton incorporou os elementos mais essenciais da abordagem clássica, permitindo certa não-neutralidade no curto prazo, mas insistindo na neutralidade de longo prazo através da suposição da existência de uma taxa natural de juros.

Embora o autor tenha reconhecido o caráter endógeno da oferta monetária numa economia creditícia, ele não abandonou a crença na taxa natural de juros. Esse reconhecimento a respeito da endogeneidade da oferta monetária, a aceitação da não-neutralidade monetária no curto prazo e a questão das expectativas dos agentes evidenciam novos pontos de convergência entre as teorias de Thornton e de Keynes – a admissão da autoridade monetária como interventora capaz de afetar variáveis econômicas reais e a suposição de que a instabilidade é uma característica intrínseca à economia creditícia.

Conclusões

As teorias monetárias de Keynes e Thornton apresentam tanto convergências como divergências relevantes. Por esse motivo, dificilmente haverá um consenso teórico a respeito de uma possível influência das ideias desenvolvidas por Henry Thornton sobre a Teoria Geral elaborada por John Maynard Keynes. Cabe a cada indivíduo distinguir quais as características fundamentais das teorias de cada um dos autores para, então, avaliar a questão proposta.

Uma das principais contribuições de Keynes para a teoria econômica foi a introdução do conceito de expectativas dos agentes. A partir desse conceito o autor elabora uma teoria revolucionária em relação às existentes, revisitando o papel da moeda e suas implicações econômicas reais. Nesse sentido, é possível considerar que Thornton tenha sido influente. Embora o efeito das expectativas em si, seja tratado diferentemente pelos autores, é viável aceitar que, o conceito, em si, tenha sido inicialmente evidenciado por Thornton e, posteriormente, adotado e reformulado, em termos de efeitos, por Keynes.

A Teoria Geral de Keynes, além disso, diante da Grande Depressão de 1930, vem propor uma atuação ativa do Estado e a necessidade de gerenciamento monetário no sentido de minimizar os efeitos da crise, afetando diretamente variáveis reais de extrema importância econômica, como emprego e renda. Mais uma vez, essa intervenção estatal e uma atuação ativa da autoridade monetária já havia sido proposta por Thornton quando de sua percepção dos efeitos reais que as expectativas dos agentes podem causar no curto prazo. Dessa forma, ele pode, sim, ter sido a inspiração de Keynes no desenvolvimento de sua teoria.

Embora haja divergências evidentes entre as teorias, mesmo com a introdução de conceitos semelhantes que apresentem fundamentos diferentes em certos pontos, é possível auferir que Thornton tenha sido precursor de Keynes se se considerar a adoção de conceitos em si para entender e explicar o funcionamento econômico, ainda que de maneira diferenciada.

Por fim, é evidente também que os conceitos a princípio introduzidos por Thornton em sua teoria monetária, são elementos que, posteriormente, foram fundamentais da teoria keynesiana. Ainda que não existam evidências de que Keynes fez uso das publicações de Thornton, é evidente que existe convergência teórica entre os autores.

REFERÊNCIAS

- ALVES, T. e VERÍSSIMO, M. *Política monetária, crise financeira e Estado: uma abordagem keynesiana*. In: Perspectiva Econômica, Vol. 6, 2010.
- ARNON, A. *The Early Round of the Bullionist Debate. 1800-1802: Boyd, Baring and Thornton's Innovative Ideas*. Israel, 2007.
- CARVALHO, A. e NETO, J. *A economia monetária de Cantillon e o debate moderno entre ortodoxia e heterodoxia*. Disponível em:
<http://www.sep.org.br/artigo/3_congresso/1329_184e1fe2c9e6fe31ef7224fd4521d1c2.pdf>
- CAPIE, F. e WOOD, G. *Monetary Economics in the 1980s*. Londres: Macmillan, 1989.
- CORAZZA, G. *O Monetarismo ou a Negação da Moeda*. DECON /UFRGS, Porto Alegre, 1996.
- COSTA, F. *Postulado de uma Teoria Alternativa da Moeda*. Texto para Discussão. Ensaios FEE. Porto Alegre, 1994. Disponível em:
<<http://revistas.fee.tche.br/index.php/ensaios/article/viewFile/1671/2039>>
- _____, F. Thornton, Tooke, Mill: postulados de Teoria Alternativa da Moeda. Texto para Discussão. IE/UNICAMP, 2009. Disponível em:
<<http://www.eco.unicamp.br/docdownload/publicacoes/textosdiscussao/texto163.pdf>>
- FERRARI, F. e CONCEIÇÃO, O. *A noção de incerteza nos pós-keynesianos e institucionalistas: uma conciliação possível?* Anais Anpec, 2001.
- FILHO, F. Ferrari. As Concepções da Teoria Monetária de John Maynard Keynes: Um Exercício Cronológico. *Revista Análise Econômica*, nº. 13. Rio Grande do Sul, UFRGS, 1990. Disponível em: <<http://seer.ufrgs.br/AnaliseEconomica/article/view/10348/6055>>
- FILHO, M. *O Pensamento Monetário de Henry Thornton em 1802 e em 1810*. São Paulo, FEA/USP, 2006.
- FILHO, S. e ARTHMAR, R. *Moeda, liquidez e poupança forçada na economia clássica*. Disponível em:
<http://www.sep.org.br/artigo/1_congresso/211_241f320ec9b3a386488e8da362eeb1b4.pdf>
- GARLIPP, J. *Keynes e a Economia Monetária*. In: I Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira. Campinas, IE/Unicamp, 2008.
- HICKS, J. *Critical Essays in Monetary Theory*. Oxford: Clarendon Press, 1967.
- KEYNES, J. The distinction between a co-operative economy and an entrepreneur economy. 1933. In: Moggridge, D. *Collected Writings of John Maynard Keynes*, Vol. XXIX. Londres, Macmillan Press, 1978.
- KEYNES, J. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. 1936.

LIBÂNIO, G. *Credibilidade e política monetária: uma crítica baseada em Keynes*. Leituras de Economia Política, Vol. 9, Campinas, 2001.

PATRÍCIO, I. *Bancos Centrais na Teoria Monetária Clássica: Thornton e a Teoria da Demanda por Moeda*. Rio de Janeiro, UFF, 2007. Disponível em: <http://www.sep.org.br/artigo/3_congresso/1382_7a24046a930bcd67371e4bb2bf693f0d.pdf>

SMITHIN, J. Hicks on Keynes and Thornton. In: *The Canadian Journal of Economics*, Vol. 29, Special, 1996.

SKAGGS, N. Henry Thornton and the Development of Classical Monetary Economics. In: *The Canadian Journal of Economics*, Vol. 28, nº. 4b, 1995. Disponível em: <<http://www.jstor.org/stable/136144>>

THORNTON, H. *An inquiry into the nature and the effects of the paper credit of great Britain*. Londres, 1802 [1991].

VAL, V. e LINHARES, L. *O Papel da Moeda em Marx e Keynes*. Campinas, UNICAMP, 2008. Disponível em: <http://www.eco.unicamp.br/docdownload/publicacoes/instituto/revistas/leituras-de-economia-politica/V11-F1-S14/5%20LEP14_O%20papel%20da%20moeda.pdf>