



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
SISTEMA DE BIBLIOTECAS DA UNICAMP  
REPOSITÓRIO DA PRODUÇÃO CIENTÍFICA E INTELLECTUAL DA UNICAMP

**Versão do arquivo anexado / Version of attached file:**

Versão do Editor / Published Version

**Mais informações no site da editora / Further information on publisher's website:**

<https://www.anpec.org.br/novosite/br/volume-10>

**DOI: 0**

**Direitos autorais / Publisher's copyright statement:**

©2009 by Associação Nacional dos Centros de Pós-Graduação em Economia. All rights reserved.

DIRETORIA DE TRATAMENTO DA INFORMAÇÃO

Cidade Universitária Zeferino Vaz Barão Geraldo

CEP 13083-970 – Campinas SP

Fone: (19) 3521-6493

<http://www.repositorio.unicamp.br>

# Dois Momentos para a Teoria Cartalista da Moeda – De Knapp a Goodhart

Gustavo de Oliveira Aggio

*Doutorando em Economia pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP), São Paulo, Brasil*

Marco Antônio da Rocha

*Doutorando em Economia pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (UNICAMP) e Colaborador do Laboratório de Estudos Marxistas do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ), Brasil*

---

## Resumo

O objetivo deste artigo é fazer um estudo da teoria cartalista da moeda em dois momentos da história do pensamento econômico. O primeiro se inicia em 1905 com a publicação de *The State Theory of Money* de Knapp, abrangendo também trabalhos de Keynes, Weber e Lerner. O segundo momento refere-se à retomada da teoria por Goodhart em 1998 e posteriormente por autores pós-keynesianos. A consideração do hiato de tempo que separa os dois momentos permite fazer um estudo em separado para os dois momentos, observando os principais pontos e as hipóteses adotadas, assim como permite categorizar as críticas recebidas pela teoria. Consequentemente pode-se verificar se a teoria no segundo momento responde aos pontos críticos observados no primeiro. Além de uma Introdução, compõem este artigo duas subseções para o estudo em cada um dos momentos seguidas de uma breve Conclusão.

*Palavras-chave:* Teoria Monetária, Cartalismo, História do Pensamento Econômico

*Classificação JEL:* E42, B19, B22

---

## Abstract

This paper aims to study the Cartalist theory of money through two moments (stages) in the history of economic thought. The first had started in 1905 when Knapp's *The State Theory of Money* was published and also includes works by Keynes, Weber and Lerner's. The second moment refers to Goodhart's revival of the theory in 1998 and subsequently by post-Keynesian economists. The consideration of the gap of time allows for a separate study of each moment to be developed where the major assumptions and hypothesis are analyzed, and for the criticisms (arguments contrary to the theory to be categorized) received by the theory to be categorized. Consequently the authors are able to verify if the (revived version of the state theory of money) second moment of the theory (effectively responds to criticisms raised against the first stage – or moment – of the theory) explains the critical points of the first moment of theory. In addition to an Introduction, this

paper includes two subsections where the study of each moment is developed, and a brief Conclusion.

---

## 1. Introdução

Designa-se por cartalismo a teoria, geralmente, associada ao argumento central do livro de Georg Knapp – *The State Theory of Money* (1905) – que a moeda possuiria uma natureza política e que o seu estabelecimento e uso ocorreriam a partir de um ato de poder do Estado quando este escolhe a unidade de conta e o meio de pagamento, referenciado nesta unidade, que será utilizado para encerrar os débitos da economia, com principal importância os que envolvem o próprio Estado.

Outra característica da obra de Knapp é a contraposição da teoria cartalista com a metalista, em que uma mercadoria é erigida dentre todas para ser o meio de troca geral da economia. Alguns autores como Goodhart levam esta argumentação ao limite e utilizam a teoria cartalista para demonstrar a origem histórica da moeda. O objetivo do presente artigo é estudar, dentro da perspectiva de história do pensamento econômico, a teoria cartalista como aquela que relaciona a existência de uma economia monetária com a criação do dinheiro pelo Estado, revisando a literatura que a compõe assim como a literatura crítica. Dessa forma será evitado entrar na discussão sobre origem ou natureza da moeda, qual parece carregar uma grande dificuldade de ser demonstrada historicamente.<sup>1</sup>

A discussão sobre a natureza ou origem da moeda, assim como a perspectiva da moeda como “criatura” do Estado é anterior a publicação do livro de Knapp, no qual o adjetivo *Chartal*<sup>2</sup> é pela primeira vez empregado à moeda. Alguns autores pós-keynesianos, de uma forma abrangente, argumentam que parte das idéias que constituem o chamado “Chartalist approach” já estariam presentes na *Riqueza das Nações* de Adam Smith ((Wray 1998, p. 18); (Wray 2003, p. 95); (Bell 2001, p. 154); Giacomini (2004)). Outra evidência da antecedência da discussão é a negativa de Carl Menger para a questão – “*Money has not been generated by law. In its origin it is a social, and not a state-institution. Sanction by the authority of the state is*

---

\* Recebido em outubro de 2007, aprovado em setembro de 2008. Os autores agradecem as leituras e comentários de Daniel Conceição, Fabrício Pitombo Leite, Frederico Valente, Leticia Aguiar, Leticia Fernandes, Lucas Teixeira, Pedro Rossi e um parecerista anônimo, isentando-os contudo de qualquer equívoco presente neste trabalho. Os autores são gratos também pelo apoio financeiro e institucional da Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior – CAPES.

E-mail address: [gustavoaggio@hotmail.com](mailto:gustavoaggio@hotmail.com)

<sup>1</sup> Wray faz a seguinte consideração sobre o tema:

“Many analyses of money begin with some story about the evolution of money from sea shells, to precious metals, to bank deposits and finally to modern ‘fiat’ money. Why do economists begin monetary analysis with a potted history? Perhaps it is to focus attention on essential characteristics, or nature, of money. To be sure, we will never ‘know’ the origins of money” (2004, p. 2-3).

<sup>2</sup> “Perhaps the Latin word ‘Charta’ can bear the sense of ticket or token, and we can form a new but intelligible adjective – ‘Chartal.’ Our means of payment have this token, or Chartal, form” (Knapp 1905, p. 32).

*a notion alien to it*” (Menger 1892, p. 255) – no seu artigo clássico *On the Origin of Money*.

A emergência da teoria cartalista da moeda será estudada neste trabalho em dois momentos da história do pensamento econômico. O primeiro inicia-se com o livro de Knapp e envolve a aceitação e uso de pelo menos parte das idéias deste autor por Keynes, Weber e Lerner. Pensando que este conjunto de trabalhos parte de uma proposta explícita original no pensamento da moeda cartal, tomamos a liberdade de chamar tal conjunto de trabalhos de *Cartalismo Original*. Passados mais de noventa anos da primeira publicação do livro de Knapp, a publicação de um artigo de Goodhart leva a um conjunto de novos artigos, principalmente de pós-keynesianos, sobre o tema. Este novo conjunto será chamado de *Retorno Cartalista*.

O objetivo de estudar a teoria cartalista com a perspectiva de história do pensamento econômico que justifica este artigo beneficia-se de tal hiato de tempo entre os dois conjuntos de trabalho, permitindo que em um primeiro momento seja feita uma breve apresentação das idéias de Knapp, das principais influências teóricas que exerceu e o debate que gerou. Posteriormente será apresentado o retorno cartalista dando ênfase ao momento histórico que levou Goodhart a recuperar a teoria, assim como a forma que os autores pós-keynesianos citados irão introduzir as idéias de Knapp na sua própria teoria monetária.

## 2. A Abordagem Cartalista

Em seu artigo de 1947 Lerner define moeda como criatura do Estado. A abordagem cartalista da moeda é aquela que explica esta criação pela capacidade do Estado de estabelecer uma unidade de conta para a economia e de determinar o meio de pagamento, referente a esta unidade de conta, que terá a capacidade de encerrar todos os débitos da economia, isto é, aquele que será aceito por todos os agentes da economia em posição de credor.

Diferentes autores cartalistas darão maior ou menor relevância para diferentes formas pelas quais o Estado é capaz de criar esta forma geral e unanimemente aceita de meio de pagamento. O tamanho do Estado na economia, a necessidade das pessoas pagarem taxas e tributos mais a capacidade do Estado de determinar a forma destes pagamentos, determinam esta aceitação e refletem a soberania do Estado. Nas duas subseções seguintes será observado como esse conjunto teórico foi utilizado e discutido em dois períodos de tempo relativamente distanciados.

### 2.1. *O Cartalismo Original*

Assumindo de uma forma arriscadamente arbitrária, porém não sem as vantagens analíticas que seguem, que o pensamento de Knapp é consideravelmente original, partimos da obra seminal do autor para a apresentação do cartalismo original. Sinteticamente, *The State Theory of Money* pode ser dividido em três partes,

uma primeira teórica, conscientemente abstrata e geral,<sup>3</sup> uma segunda parte que poderia ser chamada de teoria aplicada e finalmente um apêndice histórico. Aqui estaremos mais atentos à primeira parte do livro, quando Knapp descreve sua teoria para a moeda fazendo duas classificações, complementares e independentes,<sup>4</sup> para a moeda segundo a sua genética e segundo sua funcionalidade. Na verdade esta divisão radical não parece ser de vital importância para a aplicação da teoria, mas serve de forma didática e para contrapor as vantagens teóricas, em um plano abstrato, sobre a proposta metalista.<sup>5</sup>

A classificação genética explica que o meio de pagamento que se torna moeda é aquele escolhido pelo Estado, proclamado por força de lei. A classificação por funcionalidade faz uma hierarquização das moedas a partir do seu uso nos diferentes pagamentos e não pelo metal que as compõe ou que as lastreiam.

Money is a creature of Law. A theory of money must therefore deal with legal history (Knapp 1905, p. 1).

The soul of currency is not in the material of the pieces, but in the legal ordinances which regulate their use (Knapp 1905, p. 2).

Diferentemente de Menger, para Knapp moeda não é primordialmente um meio de troca. Não obstante o autor considere que o conceito de moeda também incorpora a possibilidade da troca através de uma forma geral, socialmente reconhecida, necessária para evitar o problema de dupla coincidência de vontades, em linguagem moderna algo que diminua os custos de transação no processo de troca, esta não é a propriedade fundamental da moeda, como era para Menger.<sup>6</sup> Para Knapp a moeda não pode ser definida apenas ou principalmente pela sua função de facilitadora de trocas, muito menos como uma mercadoria eleita entre todas as outras para cumprir este papel. Na verdade o termo meio de pagamento ao invés de meio de troca está relacionado com a problemática que o autor se dispõe explicar.

No processo de troca o pagamento deverá encerrar de uma vez por todas uma transação. Mesmo no caso em que o pagamento não seja à vista, a garantia da troca, isto é, o encerramento do débito, fica condicionado à existência de alguma unidade de valor invariável e contínua no tempo. No caso em que a unidade de conta varie, venha a ser substituída por outra, é necessário estabelecer alguma regra de

---

<sup>3</sup> Knapp defende uma consideração teórica e geral frequentemente distinguindo a atitude do teórico da do *“man in the street”* e do homem público: “[f]or him [o teórico] the essence of a thing is something quite different from its practical importance. His temperament is not that of the public man, but of the philosopher” (Knapp 1905, p. 49).

<sup>4</sup> “The functional classification of money, (...) is totally independent of the genetic classification, (...) we take it as an axiom, that money can be regarded genetically or functionally” (Knapp 1905, p. 112–113).

<sup>5</sup> Na sua resenha do livro, Bonar assinala a disposição de Knapp em responder a teorias diversas opondo a sua própria a elas (Bonar 1922, p. 45).

<sup>6</sup> Mises nos informa sobre a teoria da moeda de Menger que:

“After Menger’s review of the question, further discussion of the connexion between the secondary functions of money and its basic function should be unnecessary. Nevertheless, certain tendencies in recent literature on money make it appear advisable to examine briefly these secondary functions [...] and to show once more that all of them can be deduced from the function of money as common medium of exchange” (1934, p. 33–34).

conversão para a nova unidade, para que a relação de valor<sup>7</sup> fique inalterada. É a relação de estabilidade temporal entre unidade de conta e meio de pagamento que determinará qual dentre vários possíveis será ou não moeda.

Postulando que a unidade de valor é sempre um conceito histórico (Knapp 1905, p. 11), o autor conclui que mesmo no caso de moedas metálicas com valor intrínseco – por exemplo, uma unidade monetária de ouro com seu valor igual ao preço de mercado da quantidade de ouro que a compõe – não representam unidades fixas de valor, uma vez que os preços podem variar, na unidade de conta estabelecida, alterando as condições de pagamento. A moeda deve, então, ser um meio de pagamento que preserva a condição de valor observada no momento da troca, para o autor nenhuma mercadoria *per se* teria esta característica. A moeda será uma criatura do Estado porque somente este teria a capacidade de manter esta relação estável e contínua de unidade de valor e meio de pagamento, através da sua ação legislativa estabelecendo a unidade de conta. Knapp não está propondo que o Estado possa manter um valor intrínseco de uma moeda para que ela seja o meio de pagamento geral, o autor reconhece que a principal possibilidade do Estado é, no caso extremo de comprometimento da moeda, estabelecer uma condição de conversibilidade quando de existirem débitos pendentes e alteração dos meios de pagamento.

Now almost everybody thinks that it is a legal principle that the absolute amount of debts judged according to the original material used in payment should remain unaltered. Historical experience, however, teaches quite a different lesson. The State always maintains only the relative amount of debts, while it alters the means of payment from time to time (Knapp 1905, p. 13).

If the State alters the means of payment, it lays down a rule for the conversion of the one into the other. The new means of payment must therefore refer back to the old one. It is only this reference that makes it possible to carry on business in the new means of payment, because at the moment of change care must be taken that the old debts should not lapse, but be able to be discharged (Knapp 1905, p. 15).

A escolha de um meio de pagamento geral, a sua relação com a unidade de valor e a manutenção desta unidade ou a condição de conversibilidade é “*a free act of the State’s authority*” (Knapp 1905, p. 24), relacionando a existência de um sistema monetário de pagamentos que depende da soberania do Estado.

A conversibilidade ou não da moeda em algum metal (ou qualquer mercadoria, de modo geral) é um problema menor em relação ao funcionamento do dinheiro dentro do espaço nacional. A satisfação que o uso de moeda realiza é em sua circulação, assim sua característica principal é a sua aceitabilidade. Knapp afirma que um pagamento é, sobretudo, um procedimento legal. Para um Estado soberano, portanto, basta que este considere válido qualquer pagamento realizado em determinada moeda para que esta se torne aceitável de modo geral (Knapp

<sup>7</sup> Knapp deixa claro ao longo de todo o primeiro capítulo que por valor ele está tratando exclusivamente de preços relativos expressos na unidade de conta, daí a liberdade do autor em também empregar o termo unidade de valor.

1905, p. 47). Ao responder às críticas dos metalistas quanto ao uso do papel-moeda inconversível, Knapp considera que geralmente todos são tanto devedores quanto credores, isto é, possuem tanto obrigações quanto direitos em relação a outras pessoas. Isto seria válido inclusive para o Estado, desta forma o Estado não ganharia desvalorizando seus próprios débitos (Knapp 1905, p. 48).

No entanto, ao considerar todos os agentes tanto credores quanto devedores (isto é, todos em posição “anfitrópica”, segundo sua terminologia), Knapp compromete sua teoria frente problemática essencial que a inflação representa para a política monetária. É neste ponto que Weber discorda com o autor que embasa quase toda a teoria monetária presente em *Economia e Sociedade*.

Pois, no mesmo grau em que eram incrivelmente toscas as antigas ‘teorias quantitativas’, é certo o ‘perigo de desvalorização’ em toda ‘inflação’ com emissão de notas orientadas puramente por interesses *financeiros*, o que ninguém, nem Knapp, vai negar. Mas seu ‘consolo’ perante esse fato é absolutamente rejeitável. A posição ‘anfitrópica’ de ‘todos’(!) os indivíduos – o que significa que cada um é *tanto* credor *quanto* devedor –, à qual Knapp recorre, com plena seriedade, para provar a indiferença absoluta de toda ‘desvalorização’, tal posição – todos nós vivemos hoje essa experiência – é um fantasma (Weber 1921, p. 130).

Ao adotar a hipótese de anfitropia, Knapp não percebe o conflito de interesses envolvidos na valorização ou desvalorização da moeda nacional, porque supõe um efeito homogêneo. Não percebe, portanto, a necessidade de avançar sobre as formas de regulação deste conflito pelo Estado, inclusive em relação aos próprios interesses do Estado (Maclachlan 2003). O segundo ponto em que toca a leitura crítica de Weber é em relação às condições de imposição da moeda de curso forçado. Segundo Weber, o monopólio da organização do sistema monetário e da determinação e emissão da moeda pelo Estado moderno, somente foi possível porque em razão do crescimento da importância dos impostos e do gasto estatal, o Estado moderno torna-se o maior recebedor e realizador de pagamentos na economia nacional e, portanto, pode impor a moeda, na medida em que sempre há demanda pela moeda estatal (1921, 111).

Em seu *Treatise on Money*, Keynes adota a perspectiva de Knapp do caráter estatal do dinheiro, defendendo a unidade de conta como a principal propriedade do sistema monetário em uma economia capitalista. Keynes percebe a relação fundamental que existe entre moeda como unidade de conta e a necessidade da regulação estatal. Havendo sempre posições futuras (contratos) estabelecidas na economia na unidade de conta representada pela moeda, faz-se necessária alguma percepção de garantia sobre a manutenção, contínua no tempo, desta unidade, mesmo no caso em que a forma da moeda que representa tal unidade de conta seja alterada. Keynes evidencia o papel do Estado neste processo de manutenção da unidade de conta e da sua relação com o meio de pagamento na seguinte passagem:

A contract to pay ten years hence a weight of gold equal to the weight of the king of England is not the same thing as a contract to pay a weight of gold equal to the weight of the individual who is now King George. It is for the State to declare, when the times

comes, who the king of England is. [...]. The State, therefore, comes in first of all as the authority of law which enforces the payment of the thing which corresponds to the name or description in the contract. But it comes in doubly when, in addition, it claims the right to determine and declare what thing corresponds to the name, and to vary its declaration from time to time (Keynes 1930, p. 4).

Keynes também segue a definição de Knapp de moeda do Estado como sendo esta o meio de pagamento emitido pelo Estado mais o criado pelo sistema bancário. Da mesma forma que a moeda estatal representa um débito em relação ao Estado, o título bancário representa um reconhecimento de uma dívida privada. Através da sua prerrogativa em determinar a moeda é que o Estado valida o meio de pagamento bancário, permitindo que este seja usado em suas transações. Por causa da endogeneidade e da diversidade das moedas privadas surge a necessidade de compensação das diversas dívidas privadas em uma unidade de conta única, a moeda do Estado. Keynes percebe um ponto importante na obra de Knapp que havia passado despercebido por Weber, a relação inseparável entre bancos e Estado.

Além do problema apontado por Weber na relação entre Estado e moeda, isto é, a assimetria dos efeitos em relação aos diversos agentes que a mudança no valor da moeda pode provocar,<sup>8</sup> Keynes aponta também o conflito entre circulação industrial e circulação financeira existente na gestão do dinheiro bancário e a fonte de perturbações inerente à existência de emissão privada de moeda. Isto é, implícito na circulação monetária está um conflito intercapitalista, que se não for regulado por alguma instância alheia implicará em uma alta instabilidade do sistema. Ao mesmo tempo, uma instância política jamais será alheia a um conflito social, e sim, refletirá a correlação de forças deste mesmo conflito na gestão da moeda. Em suma, as condições de regulação estatal são mediadas pelo próprio conflito.

É na relação entre bancos e Estado que Keynes desenvolve uma das principais justificativas da regulação da circulação monetária que aparece em sua obra. Se os bancos ampliarem a oferta de moeda bancária para evitar que a circulação financeira “roube” recursos da circulação industrial, eles confirmarão as expectativas altistas e encorajarão sua continuidade. Se ao contrário, o Estado reduzir a capacidade dos bancos de ofertarem moeda, isto poderá resultar em uma redução da liquidez, um aumento da taxa de juros básica e uma redução do nível de atividade na economia.

If the bank increases the volume of bank money so as to avoid any risk of the financial circulation stealing resources from the industrial circulation, it will encourage the ‘bull’ market to continue, with every probability of a rising value of  $P'$  which will lead to over-investment later on; whereas if it refuses to increase the volume of bank money, it may so diminish the amount of money available for industry, or so enhance the rate of interest at which it is available, as to have an immediately deflationary tendency (Keynes 1930, p. 227).

<sup>8</sup> Fato também percebido por Keynes, em seu *Tract of Monetary Reform* (Keynes 1923).

Em seu trabalho clássico sobre o assunto, Lerner define o Estado como entidade por excelência responsável pela regulação das oscilações do valor monetário. Por ser a moeda sua “criatura”, somente o Estado pode criar ou destruir dinheiro fiduciário e atuar reduzindo as perturbações. Ao adotar um padrão conversibilidade, como por exemplo, o ouro, o Estado estaria se ausentando da prerrogativa de regular a moeda e transferindo esta função para uma esfera alheia a sua atuação (Lerner 1947). Desta forma, Lerner adianta alguns pontos sobre a atuação do Estado na regulação do valor da moeda. A descrição da institucionalidade desta atuação, dentro do paradigma da *Functional Finance*<sup>9</sup> de Lerner, será um dos pontos centrais no retorno cartalista.

A principal crítica que a teoria cartalista de Knapp irá receber será feita por Mises em 1934. Para este toda teoria da moeda do Estado seria acatalática<sup>10</sup> (*acatalactic*). Uma teoria da moeda deveria ser catalática (*catallactic*), uma teoria em que o valor da moeda fosse determinado da mesma forma que o valor das outras mercadorias, uma teoria concernente com o processo de trocas.

“The catallactic theories of money, (...), do fit into a theory of exchange-ratios. They look for what is essential in money in the negotiation of exchanges; they explain its value by the laws of exchange. It should be possible for every general theory of value to provide a theory of the value of money also, and for every theory of the value of money to be included in a general theory of value. The fact that a general theory of value or a theory of the value of money fulfils these conditions is by no means a proof of its correctness. But no theory can prove satisfactory if it does not fulfill these conditions” (Mises 1934, p. 462).

Mises continua a crítica afirmando que a teoria de Knapp obteve grande aceitação na Alemanha porque justificava as políticas fiscais do governo e que teria perdido credibilidade com o processo inflacionário do pós I Guerra Mundial. Pelo fato de não explicar o uso de moeda no processo de trocas através de uma construção teórica que incluía tal processo e por não explicar os efeitos adversos de uma política monetária “errada”, Mises termina sua crítica postulando que “[t]he State Theory is not a bad monetary theory; it is not a monetary theory at all” (Mises 1934, p. 468).

---

<sup>9</sup> “In brief, Functional finance rejects completely the traditional doctrines of ‘sound finance’ and the principle of trying to balance the budget over a solar year or any other arbitrary period. In their place it prescribes: first, the adjustment of total spending (by everybody in the economy, including the government) in order to eliminate both unemployment and inflation, using government spending when total spending is too low and taxation when total spending is too high; second, the adjustment of public holdings of money and of government bonds, by government borrowing or debt repayment, in order to achieve the rate of interest which results in the most desirable level of investment; and third, the printing, hoarding or destruction of money as needed for carrying out the first two parts of the program” (Lerner 1943, p. 41).

<sup>10</sup> Foi utilizada a tradução feita para o espanhol do termo em grego *Katalassein*. Por teorias acataláticas da moeda são chamadas as teorias que explicam a essência deste sem se apoiar em uma teoria do valor. Heller, W. *Diccionario de Economia Política* (1937). Editorial Labor. Barcelona (Tradução para o Espanhol de Mata, E. R.).

A crítica de Mises, válida ou não se considerarmos que a necessidade, ou mesmo possibilidade, de construção de uma teoria da moeda apoiada em uma teoria do valor não é unânime entre os economistas, evidencia uma hipótese polêmica da teoria de Knapp. Sobre os pagamentos entre entes privados, este autor nos informa que:

From the systematic point of view they are not so important as is generally supposed, for they mostly, so to speak, regulate themselves (Knapp 1905, p. 96).

## 2.2. O Retorno Cartalista

Após o artigo de Lerner de 1947 e antes do de Goodhart de 1998, nenhum outro trabalho utilizou ou defendeu explicitamente a teoria cartalista da moeda. Talvez no período de Bretton Woods não houvesse problema monetário que a teoria precisasse explicar, enquanto que no período seguinte, no qual se observou o ressurgimento da teoria quantitativa da moeda, o cartalismo não oferecesse resposta para o problema inflacionário que ressurgia.

Mas a teoria quantitativa não atende necessariamente as prerrogativas de Mises para uma “verdadeira” teoria da moeda, isto é, uma calcada em uma teoria do valor. No campo da teoria pura de equilíbrio geral, Walras havia deixado o problema da inclusão da moeda insolúvel dentro do seu esquema.<sup>11</sup> Hicks e Patinkin tentam compatibilizar a maximização de utilidade da teoria do equilíbrio geral com a teoria da escolha de portfólio dos agentes para viabilizar a estratégia de Walras de inserção de moeda no modelo, mas acabam mostrando apenas a possibilidade de uma economia sem moeda no equilíbrio geral.<sup>12</sup>

O retorno cartalista ocorre para se opor às teorias de neutralidade da moeda em um primeiro momento pelo artigo de Goodhart, no qual defende que as teorias da moeda construídas na hipótese de diminuição de custos de transação não podem embasar o estabelecimento de uniões monetárias entre nações, uma vez que a perda de soberania da política monetária não seria justificada. Em um segundo momento alguns autores pós-keynesianos, partindo do artigo de Goodhart, passam a utilizar a teoria cartalista dentro do seu arcabouço que pressupõe uma economia creditícia e de criação endógena de moeda.

Em *The Two Concepts of Money* Goodhart recupera a teoria cartalista, que também chama de *C-Form* ou *C team*, para fazer a contraposição ao que chama de *M-Form* ou *M team*, o conjunto teórico do qual a teoria “*Optimal Currency Area*”<sup>13</sup> (OCA) seria uma extensão natural. O objetivo do autor é mostrar que a teoria na qual a construção da Zona do Euro é justificada não possui consistência

<sup>11</sup> Ver Bridel (1997) para um estudo da tentativa de Walras inserir moeda em seu sistema e da falência desta tentativa.

<sup>12</sup> Para uma demonstração formalizada ver Ostroy e Starr (1990), para uma crítica descritiva ver Rogers (1991).

<sup>13</sup> “(...) connected whit names of Mundell, Mckinon and Kenen” (Goodhart 1998, p. 409).

histórica e nem caráter preditivo, parte apenas de uma suposta preferência teórica dos economistas.

The comparative paradigmatic success of the *M* team (OCA) model may also reflect economists' normative preference for systems determined by private sector cost minimization rather than messier political factors (Goodhart 1998, p. 409)

A *C*-Form, ou a teoria cartalista, teria a vantagem de explicitar a característica política da criação e uso da moeda em uma economia com soberania e interligação entre políticas monetária e fiscal. A constituição da Zona do Euro, regulamentada pelo European Central Bank, destruiria esta interligação uma vez que este banco central seria independente dos Estados nacionais europeus, o que configuraria “*an unprecedented divorce between the main monetary and fiscal authorities*” (Goodhart 1998, p. 410).

O autor advoga as vantagens da teoria cartalista defendendo que a natureza ou origem da moeda não pode ser explicada e verificada historicamente pela emergência de meios de troca mercadoria, retomando a suposta dicotomia entre Menger e Knapp, defende que “[...] *money frequently played an initial means-of-payment role in inter-personal social and governamental role before it played a major role as a medium-of-exchange in market transactions*” (Goodhart 1998, p. 418).<sup>14</sup> Historicamente, este meio de pagamento haveria surgido da capacidade dos Estados nacionais imporem obrigações para os seus residentes. Alguns autores pós-keynesianos partem deste fato para adaptar a sua teoria monetária ao cartalismo.

A partir desta natureza específica do dinheiro, ou como denominam os cartalistas pós-keynesianos, de sua forma *tax-driven*, o Estado pela capacidade de impor taxas, multas e impostos na unidade de conta por ele estabelecida cria a demanda pela sua própria moeda, isto leva a uma nova formulação de política fiscal e monetária impossível fora desta concepção teórica. Se há sempre demanda pelo meio de pagamento do Estado (em situações normais), o governo não precisaria tomar emprestado para gastar, ele poderia escolher apenas emitir seu próprio meio de pagamento. A política fiscal regulamentaria, deste modo, o nível da demanda pela moeda em primeira instância, ao determinar o quanto o Estado irá ofertar em relação ao quanto ele espera arrecadar, enquanto a política monetária serviria para regular a liquidez do sistema, permitindo que nem toda a moeda colocada pelo Estado permaneça em sua forma líquida (Wray 1998; Bell 1998).

This stands conventional analysis on its head: fiscal policy is the primary determinant of the quantity of money issued, and of the value of money, while monetary policy primarily has to do with maintaining positive interest rates through bond sales. This also means that rather than ‘crowding out’ private spending by raising interest rates, government deficits would normally place downward pressure on interest rates that is

---

<sup>14</sup> A revisão bibliográfica que o autor faz no corpo do texto e em três apêndices ao final impressiona tanto pela abrangência quanto pela sua capacidade de argumentação, não obstante a inexorabilidade do argumento histórico seja quebrada pelo contra-exemplo apresentado como artigo por Rochon e Vernengo (2003).

alleviated through bond sales – which are not required to ‘finance’ deficits, but are to prevent excess reserves from driving overnight inter-bank lending rates toward zero (Wray 1998, p. 3–4).

Se a autoridade monetária determina a taxa de juros alvo de curto prazo, não encontra outra possibilidade senão a de atender as exigências de reservas do sistema bancário para fazer convergir a taxa interbancária como a sua taxa alvo. Este seria o componente “horizontal” da oferta monetária. Por outro lado, a criação e a destruição de moeda pelo Estado, via política fiscal, constituiria o componente “vertical” da oferta de moeda. Em suma, o conjunto teórico associado ao retorno cartalista apresentaria uma proposta de integração entre o *verticalismo* e o *horizontalismo* (Forstater 2004).

Este ponto fica evidente com uma nova proposta teórica dos cartalistas pós-keynesianos que irá se opor às teorias vigentes expondo tal comportamento complementar entre o tesouro nacional e o banco central, através de seus papéis na determinação conjunta das políticas fiscal e monetária, com o objetivo de controlar o chamado *efeito reserva*. Utilizando uma teoria creditícia da moeda,<sup>15</sup> estes autores definem que mesmo a moeda do Estado é creditícia (Wray 2004), ou simplesmente que moeda é crédito (Bell 2001), de forma que quando o governo gasta gera um débito com o setor privado que é eliminado quando este paga um tributo, levando ao limite a proposição de Knapp. Deveria então a receita de tributos ser igual aos gastos do governo? Não necessariamente, porque nesta economia também os bancos criam moeda na medida em que podem criar crédito a um determinado preço, ou seja, a oferta de moeda é endógena.

Da teoria horizontalista da oferta de moeda (Moore 1988) sabe-se que o banco central atua como emprestador de última instância mantendo as taxas de redesconto e interbancária ligadas à taxa de curto prazo estabelecida exogenamente pela autoridade monetária. Nesta economia, então, não é o equilíbrio fiscal o instrumento de ajuste, mas o nível de reserva desejado dos bancos, dadas as referências dos depositantes, que deve ser mantido de forma a não afetar a taxa alvo da autoridade monetária.

O efeito reserva é o resultado das políticas fiscal e monetária uma vez que quando o governo gasta, tudo o mais constante, as reservas do sistema bancário se elevam. Quando um banco faz a transferência de um pagamento de imposto para o tesouro, a moeda (reserva) é destruída com o fim do débito. Por outro lado quando a autoridade monetária oferece um título que é comprado com fundo oriundo de reserva bancária, esta diminui, ao passo que se esta transação tivesse ocorrido entre o tesouro e o banco central, não haveria efeito nenhum sobre o nível de reservas, uma vez que não envolve o sistema bancário. O efeito reserva ocorre quando a variação das reservas reflete na taxa de juros de curto prazo.

<sup>15</sup> A partir de Schumpeter, Wray define que:

“The credit theory of money, by contrast, emphasizes that credit normally expands to allow economic activity to grow. This new credit creates new claims on HPM [High Power Money] even as it leads to new production. However, because there is a clearing system that cancels claims and debits without use of HPM, credit is not merely a temporary substitute for HPM” ((Wray 2004, p. 12), entre parênteses nossos).

O que os autores (Bell 2000; Bell e Wray 2003; Goodhart 2003) vão argumentar é que o financiamento do governo não se dá via receita de tributos e venda de títulos,<sup>16</sup> mas por criação de reservas junto ao sistema bancário. Os instrumentos fiscais e monetários servem de expediente para regular o nível de reservas e de criar demanda pela moeda do Estado – para isto exclusivamente a cobrança de tributos. Se a política fiscal é descasada da monetária e o nível de reservas sobe (desce) além do desejado pelos bancos, conseqüentemente cai (sobe) a procura pelo instrumento de redesconto fazendo com que caia (suba) a taxa deste. Como a autoridade monetária deseja manter uma taxa alvo de curto prazo, passa a ofertar títulos para diminuir as reservas não remuneradas até o ponto em que estas estejam no nível desejado pelos bancos à taxa estabelecida. Bell (2000) vai mostrar que nos Estados Unidos esta operação conjunta não ocorre sem menores problemas de previsão, gerando a necessidade de mecanismos permanentes de correção.

“(…) there is a problem with the coordination (for example, if the Treasury and Fed underestimate the amount of checks that are *draw* on the Treasury’s account at the Fed), bonds could be sold in order to drain *excess* reserves. In other words, insufficient tax and loan calls (which result in a system-wide increase in reserves and threaten to send the overnight lending rate to zero percent bid) could prompt the sale of bonds as an *ex post* coordination tool” (Bell 2000, p. 612).

A crítica ao estabelecimento da área do Euro refere-se ao descasamento entre as políticas fiscal e monetária. Isto ocorre com a instituição de um banco central europeu afastado das decisões de gastos dos diferentes Estados europeus, possivelmente em diferentes configurações econômicas e sob uma mesma taxa de juros de curto prazo inadequada.

A constituição de um padrão monetário internacional totalmente fiduciário após o fim do sistema de Bretton Woods também forneceu aos cartelistas pós-keynesianos uma problemática a explicar. Ao definir a moeda como uma operação contábil que tem sua origem em um ato assimétrico de poder, pode-se dizer que todo meio de pagamento hoje funciona em um sistema cartalista, isto é, todas as moedas estão inseridas em um sistema onde o papel desempenhado por cada uma delas depende apenas de sua aceitação. A princípio qualquer um pode criar moeda, a questão reside em tornar esta aceitável. Dito de outra forma, todos os agentes privados podem emitir promessas de pagamento, porém sua aceitação depende de sua conversão em outra moeda de aceitação mais ampla.

Recall that money represents a promise/IOU and that these promises can be created by anyone. The ‘secret’ to turning these promises into money is getting other individuals or institutions to *accept* them. Therefore, the ‘hierachy of money’ can be thought of as a multi-tiered pyramid where the tiers represent promises with *differing degrees of acceptability*. At the apex is the most acceptable or ‘ultimate’ promise (Bell 2001, p. 158).

<sup>16</sup> A apresentação feita aqui é consideravelmente mais abstrata que a feita por estes autores, uma vez que estes estão trabalhando com o ambiente institucional monetário norte-americano, enquanto aqui estamos preocupados com a lógica geral deste funcionamento.

Em um sistema fiduciário, pelo fato do equivalente geral referir-se a si próprio,<sup>17</sup> isto é, não depender da sua conversibilidade em nenhuma outra unidade, o país emissor do equivalente geral não possui risco de preço em relação às outras moedas. Pode-se afirmar inclusive que um Estado que se financia em sua própria moeda, e adota um regime de câmbio flutuante, não apresenta risco de *default*, isto é, o governo pode se financiar criando seu próprio passivo, encontrando limite pelos efeitos que a abundância de liquidez teria na taxa de juros de *overnight*, e na insolvência em moeda estrangeira que o setor privado pudesse vir a ter em decorrência da desvalorização da moeda doméstica (Wray 2002). A questão reside nas condições em que um país encontra aceitação para seus débitos na sua própria moeda; para o emissor do equivalente geral, por ser a unidade de conta do sistema, e portanto, ter risco de preço nulo, sempre haverá demanda pelos seus débitos, na medida em que as reservas internacionais dos diversos países serão armazenadas na moeda de conta internacional.<sup>18</sup> Daí sua posição no alto da hierarquia, representando a moeda de maior aceitação, ou dado seu risco de preço zero, o ativo de maior liquidez.

### 3. Conclusão

O estudo da teoria cartalista separado nos dois momentos da história do pensamento econômico, permitiu observar as particularidades de ambos os conjuntos de trabalho. No cartalismo original a tentativa de consolidar uma teoria da moeda do Estado, frente às teorias metalistas, e usar esta teoria para entender uma economia capitalista com sistema financeiro desenvolvido parece ter sido dos pontos principais. O retorno cartalista é marcado pelo fator histórico da constituição da Zona do Euro. Este retorno não pode ser classificado, porém, apenas como uma forma de ligar um argumento contra a constituição da Zona do Euro a um grupo relevante de economistas do passado. No retorno cartalista a teoria é revisada e ganha novas proposições, principalmente com o grupo de autores pós-keynesianos ligados a Randall Wray.

Mises observa o sucesso do livro de Knapp na Alemanha como fruto da necessidade de justificar a política nominalista até o fim da I Guerra Mundial,<sup>19</sup> sem fazer maiores referências ao movimento intelectual alemão conhecido como 2ª Escola Histórica, na qual Knapp era, conjuntamente a Roscher, Knies e Sombart, dos membros mais influentes. Também não explica o prestígio do autor na Inglaterra que levou a recomendação de Keynes e Bonar à tradução de seu livro para o inglês.

A suposta característica acatalática não deveria necessariamente ser atribuída à teoria cartalista, mesmo que o trabalho seminal desta – *The State Theory of*

<sup>17</sup> Ou como comenta Lerner: “*It is no longer a paradox to declare that the value of gold depends on the possibility of getting dollars for it rather than the other way around*” (Lerner 1947, p. 312).

<sup>18</sup> Para o detalhamento das condições de sustentação do financiamento externo americano ver Serrano (2002).

<sup>19</sup> (Mises 1934, p. 465).

*Money* – possa apresentar pouca preocupação com uma teoria do valor da moeda. A leitura, utilização e/ou críticas feitas por Keynes, Weber e Lerner apontavam para uma construção teórica mais robusta, não justificando o abandono da teoria. Como visto, o ramo da teoria econômica formalizada, de tanto prestígio no pós-Guerra, mostrou a incapacidade de atender as recomendações de Mises para uma *boa* ou *verdadeira* teoria monetária.<sup>20</sup>

A recuperação teórica que Goodhart faz mostrou-se mais do que oportuna para a teoria monetária, a despeito da dificuldade de corroborar os argumentos do autor quanto à validade histórica da teoria – explicitamente evitados neste artigo – e mesmo uma possível dificuldade de argumentar contra uma Zona do Euro estabelecida e em expansão<sup>21</sup> não retiram a relevância do fato. A retomada de uma discussão mais categorizada por parte do círculo pós-keynesiano, gerando um debate que se encontra ativo no presente momento, e que conseguiu adicionar novos elementos à teoria cartalista se beneficia com a discussão do primeiro período.

Evitando discussões naturalistas sobre a origem da moeda, a teoria cartalista poderia configurar como parte da base de explicação sobre o uso da moeda em uma economia capitalista contemporânea, sendo compatível com outras teorias como a da moeda crédito, a da criação endógena de moeda, e mesmo uma teoria convencionalista da moeda.<sup>22</sup> Parece oportuno, então, ampliar esta discussão no ambiente acadêmico brasileiro.

## Referências bibliográficas

- Aggio, G. O. (2008). Moeda, convenção, contratos e impostos: Uma contribuição para a teoria da aceitabilidade da moeda. Master's thesis, UNICAMP, Campinas.
- Bell, S. A. (1998). The hierarchy of money. Working Paper 231, The Jerone Levy Economics Institute. Disponível em <http://www.levy.org/modules/pubslib/files/wp231.pdf>.
- Bell, S. A. (2000). Do taxes and bonds finance government spending? *Journal of Economic Issues*, 34:603–20.
- Bell, S. A. (2001). The role of the state and the hierarchy of money. *Cambridge Journal of Economics*, 25:149–63.
- Bell, S. A. & Nell, J. N. (2003). *The State, the Market and the Euro: Chartalism versus Metallism in the Theory of Money*. Edward Elgar, Cheltenham, RU e Northampton, EUA.
- Bell, S. A. & Wray, L. R. (2003). Fiscal effects on reserves and the independence of the Fed. *Journal of Post Keynesian Economics*, 25(2):236–271.
- Bonar, J. (1922). Knapp's Theory of Money. *The Economic Journal*, 32(125):39–47.

---

<sup>20</sup> É famoso, por exemplo, o reconhecimento de Frank Hahn (1983) sobre a impossibilidade de inserir a moeda em um modelo de equilíbrio geral do tipo de Arrow-Debreu.

<sup>21</sup> Talvez a constituição de uma moeda única tenha uma preocupação maior com a integração e com identificação comum dos europeus, como pressupõe Helleiner (2003), do que uma política econômica baseada em menores custos de transação.

<sup>22</sup> Para uma exposição detalhada destas compatibilidades ver Aggio (2008).

- Bridel, P. (1997). *Money and General Equilibrium Theory: From Walras to Pareto (1870-1923)*. Edward Elgar, Cheltenham, RU.
- Forstater, M. (2004). Tax-driven money: Additional evidence from the history of thought, economic history and economic policy. Working Paper 35, Center for Full Employment and Price Stability.
- Giacomin, A. (2004). The two faces of Smith's theory of money. Working Paper 403, Università Ca' Foscari di Venezia. Disponível em <http://www.dse.unive.it/workpapers/0403.pdf>.
- Goodhart, C. A. E. (1998). Two concepts of money: Implications for the analysis of optimal currency areas. *European Journal of Political Economics*, 1:407–32.
- Goodhart, C. A. E. (2003). A replay to the contributors. In Bell, S. A. & Nell, J. N., editors, *The State, the Market and the Euro: Chartalism versus Metallism in the Theory of Money*. Edward Elgar, Cheltenham, RU e Northampton, EUA.
- Hahn, F. (1983). *Money and Inflation*. MIT Press, Cambridge, EUA.
- Helleiner, E. (2003). Some limitations of the Chartalist perspective: A comment on 'The Two Concepts of Money'. In Bell, S. A. & Nell, J. N., editors, *The State, the Market and the Euro: Chartalism versus Metallism in the Theory of Money*. Edward Elgar, Cheltenham, RU e Northampton, EUA.
- Keynes, J. M. (1923). *Tract of Monetary Reform*. Prometheus Books 2000, Nova Iorque.
- Keynes, J. M. (1930). A treatise on money. In *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, volume V e VI. Macmillan, Londres.
- Knapp, G. F. (1905). *The State Theory of Money*. Simon Publications 2003, San Diego.
- Lerner, A. P. (1943). Functional finance and the Federal debt. *Social Research*, 10.
- Lerner, A. P. (1947). Money as a creature of the state. *American Economic Review*, 37:312–17.
- Maclachlan, F. (2003). Max Weber and the State Theory of Money. Mimeo, Nova Iorque. Disponível em <http://home.manhattan.edu/~fiona.maclachlan/macclachlan26july03.htm>.
- Menger, K. (1892). On the origin of money. *Economic Journal*, 2:238–55.
- Mises, L. (1934). *The Theory of Money and Credit*. The Foundation for Economic Education 1971, Nova York.
- Moore, B. J. (1988). *Horizontalists and Verticalists: The Macroeconomics of Credit Money*. Cambridge University Press, Cambridge, RU.
- Mundell, R. A. (1961). The theory of optimum currency areas. *American Economic Review*, 51:657–64.
- Ostroy, J. M. & Starr, R. M. (1990). The transactions role of money. In Friedman, B. M. & Hahn, F. H., editors, *Handbook of Monetary Economics*. North-Holland, Nova York.
- Rochon, L. P. & Vernengo, M. (2003). State money and the real world: Or Chartalism and its discontents. *Journal of Post Keynesian Economics*, 26(1):57–67.
- Rogers, C. (1991). *Money, Interest and Capital: A Study in the Foundations of Monetary Theory*. Cambridge University Press, Cambridge, 2 edition.
- Serrano, F. L. P. (2002). Do ouro imóvel ao dólar flexível. *Economia e Sociedade*, 11(2):237–253.
- Weber, M. (1921). *Economia e Sociedade*. Imprensa Oficial, São Paulo.
- Wray, L. R. (1998). *Understanding Modern Money: The Key to Full Employment and Price Stability*. Edward Elgar, Cheltenham, RU e Northampton, EUA.
- Wray, L. R. (2002). Soberania ou senhoriação. *Economia e Sociedade*, 11(2):193–211.

- Wray, L. R. (2003). The neo-chartalist approach to money. In Bell, S. A. & Nell, J. N., editors, *The State, the Market and the Euro: Chartalism versus Metallism in the Theory of Money*. Edward Elgar, Cheltenham, RU e Northampton, EUA.
- Wray, L. R. (2004). The credit money, state money and endogenous money approaches. In *SHE Conference*. SHE. Disponível em [http://she.web.unsw.edu.au/Conference\\_2004/Papers/wray.pdf](http://she.web.unsw.edu.au/Conference_2004/Papers/wray.pdf).