

## UM PERCURSO PELA HISTÓRIA DAS IDEIAS: A MOEDA EM KEYNES

### A JOURNEY TO THE HISTORY OF IDEAS: THE CURRENCY IN KEYNES

Larissa Naves de Deus<sup>1</sup>  
Fábio Henrique Bittes Terra<sup>2</sup>

#### Resumo

Este artigo tem como objetivo mostrar a história das ideias de Keynes sobre moeda. Neste particular, o artigo dedica-se exclusivamente a resgatar a obra do autor, um debate intestino a Keynes, portanto, a bem de analisar a evolução do pensamento dele acerca da importância da moeda no sistema econômico. A contribuição do artigo reside em oferecer, de forma condensada à um *paper* uma discussão feita apenas em livros, portanto mais longos, e em língua inglesa. Embora possa parecer uma contribuição por demais modesta, o artigo percorrerá as principais obras econômicas de Keynes, quais sejam, *A Tract on Monetary Reform*, de 1923, *A Treatise on Money*, de 1930, e *The General Theory of Employment, Interest and Money*, de 1936, o que é um esforço notável. O pano de fundo da discussão sobre a história da moeda em Keynes será seu afastamento da teoria neoclássica ao longo das referidas obras. Além disso, o artigo discute brevemente como Keynes percebia a institucionalidade da Autoridade Monetária.

**Palavras-chave:** Moeda. Economia Monetária da Produção. Keynes.

#### Abstract

This paper aims to recall Keynes's ideas on money. In this sense, the paper dedicates itself only to recall Keynes's thoughts on this elements money, putting aside several debates on the topic Keynes undertook with a number of other authors. The paper's contributions rests in offering, in a rather short length a debate previously done only in book length documents; moreover, this synthesis will be done in Portuguese, something not yet undertaken. Although this contribution might be seen as a very humble one, we argument it is not the case, as to apprehend the course of Keynes's ideas, it will be analyzed his main economic works, namely the 1923 Tract on Monetary Reform, 1930 Treatise on Money, and 1936 The General Theory of Employment, Interest and Money, which is not a small effort *per se*. During its trail, the paper aims at showing how Keynes got rid of his neoclassical influences on money, stating it as non-neutral which helped him to build an original interpretation of the dynamics of the economic system. Furthermore, the article briefly debates how Keynes has apprehended the institutional remarks of the Monetary Authority.

**Key-words:** Money. Monetary Economy of Production. Keynes.

**JEL:** E12; E5; E42.

**Artigo submetido ao X Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira.  
Área de submissão 3: História do Pensamento Econômico e Método.**

<sup>1</sup> Doutoranda em Economia pelo Programa de Pós-graduação em Economia da Universidade Federal de Uberlândia (PPGE/IE/UFU). Email: [larissand6@hotmail.com](mailto:larissand6@hotmail.com)

<sup>2</sup> Pós-Doutor em Economia pela Universidade de Cambridge. Professor Adjunto da Universidade Federal do ABC (UFABC). Email: [fhbterra@gmail.com](mailto:fhbterra@gmail.com)

## 1. Introdução

A teoria keynesiana define o sistema capitalista como economias monetárias da produção. Enquanto tal, o sistema econômico contempla uma série de características, tais como a incerteza a que estão sujeitos os agentes, implicando-lhes expectativas do futuro como base de suas decisões ao invés do conhecimento dele; a demanda como lado dinâmico da economia, porquanto o investimento é a variável determinante do produto e do emprego; a existência de desemprego involuntário; a necessidade de coordenação entre as políticas econômicas para o alcance do pleno emprego, dentre outras.

Ademais, a adjetivação *monetária* dada por Keynes à sua definição das economias capitalistas destaca que nele a moeda tem um papel central, por conta das funções que ela desempenha: meio de troca, unidade de conta e reserva de valor. Ao contrário da doutrina clássica, que concebe a moeda apenas com intermediário de trocas, para Keynes ela se caracteriza como um ativo e, assim, ela possui valor e, ao mesmo tempo liquidez absoluta, o que a faz uma alternativa de preservação de riqueza ao longo do tempo. Ser a moeda reserva de valor em um mundo cujo futuro é incerto pode fazer com que ela seja requerida em detrimento de outros ativos reproduzíveis e empregadores de mão de obra, daí decorrem as crises de insuficiência de demanda efetiva.

Dado seu papel de relevância na dinâmica econômica, cabe o questionamento: como evoluiu, no pensamento de Keynes, a moeda? Em pormenor, como Keynes inscreveu as funções e os impactos da moeda no sistema econômico ao longo de suas principais obras econômicas? Responder a estas questões é o objetivo deste artigo. Ademais, ao longo do desenrolar da história da moeda na obra econômica de Keynes, um debate paralelo será realizado para mostrar como, ao desenvolver sua perspectiva monetária, Keynes se afastou da visão neoclássica da moeda. De forma *en passant*, este artigo ainda apresentará, resalte-se que brevemente, a institucionalidade prevista por Keynes para a Autoridade Monetária, como um terceiro debate derivado da pesquisa sobre a evolução do papel da moeda na obra de Keynes.

Todavia, esse será um debate derivado, e não se pretende que ele seja o debate central do artigo ou sequer seu argumento central; ele será um trilha secundário a ser explorado ao longo da pesquisa que se faz para traçar a história da moeda em Keynes. Sem dúvidas, este objetivo paralelo é também tema de relevância na literatura pós-keynesiana, mas que ocuparia um empenho tão amplo quanto o que o objeto específico deste artigo já compreenderá. Por isso opta-se por colocá-lo como um objetivo paralelo. O esforço empreendido para recontar a história da moeda no desdobrar da obra de Keynes tem certa envergadura, pois percorrer-se-ão seus principais escritos econômicos, quais sejam, *A Tract on Monetary Reform (Tract)*, de 1923, *A Treatise on Money (TM)*, de 1930 e *The General Theory of Employment, Interest and Money (TG)*, de 1936, a bem de se compreender como o autor arrolou o papel da moeda no sistema econômico. Por isso, a linha lógica a ser seguida no artigo é a entender como a moeda, isto é suas funções e impactos, evolui na obra de Keynes entre 1923 e 1936; é neste interim que se encontra a coesão lógica do artigo.

A contribuição que este artigo oferece é a condensação da história da moeda em Keynes em um artigo, em língua portuguesa. Há vários trabalhos em língua inglesa, sejam artigos sejam livros, tais como Biböw (2005), Davidson (2006), Tily (2007), Kicillof (2008), Wray (2006, 2011) apenas para citar referências recentes. Em português, contudo, a maior parte dos trabalhos que lidam com a moeda na obra de Keynes, e não suas decorrências pós-keynesianas, refere-se à ela já em economias monetárias da produção, ou seja, considerando a obra de Keynes entre 1930 e 1936, época em que ele desenvolve esse conceito. Estas análises centram-se também na relação dela com as políticas econômicas em geral, e, especialmente, com a monetária em particular, como Carvalho (1994, 1996, 1999), Amado (2000), Libânio (2006), Ferrari Filho (2006), Paim (2016), mas não ao desenvolvimento da relevância da moeda *per se* na obra de Keynes. Outrossim, um interesse particular ao Brasil decorre da contribuição deste artigo.

Diferente de outros países, alguns programas de pós-graduação (e também cursos de graduação) do país possuem disciplinas de macroeconomia cujo ementário possui composição de teoria pós-keynesiana como formação obrigatória. Desta forma, esse artigo soma à essa literatura em língua portuguesa, ao oferecer, sinteticamente, a história evolução da moeda em Keynes.<sup>3</sup>

O debate sobre o papel da moeda em Keynes não é, sem dúvidas, novo, nem para seus críticos, nem para seus seguidores. Neste ínterim, as críticas externas ocorrem tão logo quanto a publicação do *TM*. No bojo destas e também a ilustrá-las, as discussões de Keynes com Hayek acerca deste livro são notáveis, a ponto de Keynes chegar a argumentar que “é essencial para aquela teoria [do *TM*] negar essas proposições – que o Dr. Hayek coloca em *minha* boca” (1973b, p. 245, grifos no original). Não obstante, como se pode ver em boa parte do volume XIII dos *Collected Writings of John Maynard Keynes* (KEYNES, 1973b), Dennis Robertson também foi um relevante interlocutor de Keynes nos debates sobre o *TM*, bem como Joan Robison e Nicholas Kaldor, que posteriormente seria, junto com Basil Moore, um dos pioneiros da literatura pós-keynesiana sobre moeda endógena (ARESTIS e SAWYER, 2006).

Há ainda várias críticas à concepção monetária de Keynes na *TG*. Pode-se apontar que ela se inicia com a própria leitura da *TG* feita por Hicks ao considerar que a contribuição de Keynes se restringia a analisar economias em situação de armadilha da liquidez, ou seja, a contribuição da economia monetária de Keynes circunscrevia-se à possibilidade de a moeda afetar o sistema apenas em um caso especial, algo bastante distinto do que Keynes buscou desenvolver ao longo da *TG* (CARVALHO, 1992). Neste sentido, não é forçoso argumentar-se que os próprios desenvolvimentos de inspiração neoclássica no campo da economia monetária relevam a contribuição de Keynes à teoria econômica para criticá-la. Por exemplo, mesmo que de uma forma incompatível com a aceção original de Keynes, monetaristas e novo-clássicos consideram o papel da moeda e das expectativas no sistema econômico, o que é uma influência vinda de Keynes, ainda que para criticá-lo. Os elementos moeda e expectativas, e a relação entre elas, são centrais na *TG*, e não por menos a teoria econômica após Keynes, mesmo a ortodoxa, não mais dispensou estes elementos em seus modelos teóricos, conquanto a moeda possa neles ser um mero véu, ou seja, neutra.

No corpo da teoria pós-keynesiana, o debate sobre a moeda em Keynes tomou dois rumos principais: para servir ao debate sobre formas, variadas, de condução da política monetária, tais como Arestis (1998), Arestis e Sawyer (1998), Arestis e Terra (2017), Carvalho (1994, 1999), Biböw (2002), Dickens (2011), Gnos e Rochon (2006), entre outros; ou para o debate, um tanto quanto profícuo, sobre a oferta endógena, nas suas vertentes horizontalista/acomodacionista e estruturalista.

O centro da controvérsia diz respeito à forma pela qual a demanda por moeda é atendida: se integralmente, em que bancos e Banco Central a acomodam (daí a lógica acomodacionista ou horizontalista, por se ter uma reta horizontal no diagrama oferta de moeda *versus* taxa de juros); ou se parcialmente, a depender da preferência pela liquidez bancária, que pode ou não atender a demanda por moeda. Neste caso, o fornecimento de crédito (oferta de moeda) é da estrutura do sistema bancário, porém na análise risco-rentabilidade, nem toda a demanda por moeda será atendida. Ambos os lados e as controvérsias são bem apresentadas na literatura, por exemplo, Kaldor (1982), Moore (1988a, 1998b), Palley (1991, 1996, 2008), Arestis e Sawyer (2006), Fontana (2009), Lavoie (2014), inclusive em língua portuguesa, como Carvalho (1993), Costa (1993a, 1994), Meirelles (1995), Fiocca (2000), Paula (2003) e Paim (2014). No particular sobre o debate acerca da oferta da moeda, uma posição que vem retomando

<sup>3</sup> Citem-se como exemplos os cursos de pós-graduação em economia, em níveis de mestrado e/ou doutorado da Universidade Estadual de Campinas, da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, da Universidade Federal de Uberlândia e da Universidade Federal do ABC, com conteúdos keynesianos de formação obrigatória. Para maiores informações, vejam-se os *sites* destes programas de pós-graduação. Há, ainda, um conjunto relevante de disciplinas optativas de formação keynesiana espalhados por diversos programas de pós-graduação no país.

proeminência e controvérsia pós-meados dos anos 2000 é a chamada *Modern Money Theory*, uma espécie de *chartalismo*<sup>4</sup> moderno com alguma inspiração keynesiana (WRAY, 2006, 2012, 2014), (NERSISYAN e WRAY, 2016), (TYMOIGNE e WRAY, 2013, 2015) e as críticas em Lavoie (2013) e Palley (2014, 2015a, 2015b).

As referências citadas acima constroem um mapa do que foram os principais debates acerca da moeda, tanto críticos, quanto seguidores da obra de Keynes. No que tocam às referências em língua portuguesa, nenhuma delas percorre a história da moeda em Keynes desde o *Tract*. Aquelas que trazem uma história monetária, como Carvalho (1994), Fiocca (2000) e Paim (2014, 2017), partem do *TM* e ainda assim debatem mais os aspectos evolutivos da teoria monetária de Keynes, considerando, obviamente, o papel especial da moeda no sistema econômico, do que a moeda em si. Dentre as referências em língua inglesa, Wray (2006, 2011) é o autor que mais reconta a história da moeda, usando de maneira vasta os trabalhos de Keynes. Em específico sobre a moeda, os livros de Galbraith (1977) e Chick (2010), cujas referências são das versões em português, são contribuições, porém, fazem o debate sobre a história da moeda citando Keynes como fonte de referenciais teóricos e de análise, mas não da evolução da moeda na obra do autor. Desta forma, este artigo encontra uma lacuna a ser preenchida, ainda que de forma sintética, na literatura pós-keynesiana sobre a moeda.

Por último, o escopo deste artigo centra-se em realizar um debate intestino às ideias de Keynes sobre a moeda, de forma que se prescindirá do resgate das diversas influências, como Marshall, Wicksell e Myrdal, além de interlocutores de Keynes como Hayek, Robertson, Robinson e Kaldor, entre vários outros. Atenção será dada especificamente à obra de Keynes, eis o debate intestino. Três razões justificam esta opção. A primeira delas é a de que apenas este recorte em específico já contribui com muito material a substanciar a pesquisa. A inserção de todos os debates relevantes à formação das obras do autor inviabilizaria a escrita de um artigo de síntese, como o que aqui se propõe. Em segundo lugar, os debates de Keynes com seus contemporâneos por si só conformariam um extenso objeto de pesquisa e divulgação bibliográfica. Em terceiro lugar, percebe-se na literatura pós-keynesiana em língua portuguesa, a ausência de artigos que remontem a história das ideias de Keynes acerca especificamente da moeda, como visto na revisão de literatura arrolada nesta Introdução.

Pois bem, o artigo estrutura-se em três seções, além desta introdução e das considerações finais. A primeira analisa o *A Tract on Monetary Reform (Tract)*, de 1923, que embora seja o segundo livro de Keynes em economia, após *Indian Currency and Finance* (1978), é nele que o autor inicia suas considerações acerca do papel da moeda em âmbito teórico geral. Na segunda seção resgata-se o *A Treatise on Money (TM)*, de 1930, considerado um passo intermediário para a constituição de uma teoria monetária da produção que surge, por fim, em 1936 com *The General Theory of Employment, Interest and Money (TG)*, objeto da terceira seção. Na quarta e última seção, baseando-se em Keynes (1932) e em Biböw (2002, 2010) será rapidamente dada notícia da institucionalidade prevista por Keynes à Autoridade Monetária, debate relevante por ser ela a responsável pela execução da política monetária, política responsável pelo zelo à moeda, objeto central deste artigo. Por fim, na última seção tecem-se as considerações finais.

## **2. A *Tract on Monetary Reform***

No *Tract* (Keynes, 1971a) o objeto específico de análise de Keynes são os problemas hiperinflacionários e as flutuações cambiais na Europa no pós-Primeira Guerra Mundial. Após compreender quais os fatores condicionantes da dinâmica de preços a partir de uma reinterpretação da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) que o permite elaborar a sua própria TQM, o autor debate como se pode buscar influenciar o comportamento dos referidos

<sup>4</sup> Para o que é *Chartalismo* veja-se Tcherneva (2006) e Fonseca e Mollo (2012).

condicionantes via política monetária. Inspirado pela TQM clássica, tanto pela versão Fisher quanto pela versão Marshall<sup>5</sup>, para apreender o comportamento dos preços, Keynes postula ser necessário entender o papel da moeda.

Inicialmente, investiga-se no livro como as alterações no valor da moeda têm efeitos distributivos diferentes para três classes econômicas, quais sejam, trabalhadores, empresários e rentistas. Com inflação, rentistas transferem riqueza a empresários e trabalhadores. Já a deflação transfere renda no sentido contrário: os rentistas a recebem das outras duas classes. A explicação reside em os rentistas deterem ativos mobiliários que, sob inflação e com anuidades recebíveis contratadas de forma prefixada e sem mecanismos de correção monetária, têm seu valor deteriorado. Por sua vez, os empresários podem ganhar com a inflação desde que, por um lado, seus custos permaneçam relativamente constantes e, por outro lado, seus preços aumentem. Os trabalhadores, por sua vez, podem requerer maiores salários em linha com os maiores preços, não sendo, então, prejudicados pelo processo inflacionário. Contudo, para que este seja o caso, os empresários precisam concordar em pagar maiores salários, o que depende da percepção deles acerca de seus negócios ao longo do ciclo de preços e do poder de barganha salarial das organizações de trabalhadores.

Keynes (1971a) salienta, porém, que os referidos benefícios distributivos da inflação para empresários e trabalhadores podem se dissipar ao longo do tempo por três razões. Com inflação persistente, por um lado, o empresário confunde a valorização nominal de seu patrimônio com ganho de capital e, com isso, pode não ver razão para novos investimentos, dado que ele compreende estar enriquecendo sem a necessidade de novas aquisições de ativos de capital. Por outro lado, uma inflação contínua desestimula novos investimentos devido à incerteza quanto ao nível futuro de preços, o que elimina a possibilidade de cálculo no horizonte de tempo relevante ao investimento. Por fim, a classe trabalhadora pode se deparar com a aceleração do nível de preços que supera o aumento de salários nominais, o que compromete seu real poder de compra, reduzindo o consumo e, por consequência, a dinâmica de gastos da economia. Além disso, com a deterioração de sua renda e riqueza, os rentistas deixam de adquirir novos ativos mobiliários, reduzindo o *funding* disponível a novos investimentos.

Tendo em vista os distúrbios de uma inflação constante, Keynes (1971a) sugere a pergunta relevante, o que faz os preços variarem? Em uma primeira ruptura com a teoria neoclássica, Keynes (1971a) parte da TQM para criticá-la e modificá-la a bem de sua versão ser o modelo teórico de explicação do comportamento da moeda, e dos preços, ao longo do tempo. Em sua formulação, o volume de moeda retido pelo público é primariamente útil para realizar transações (moeda como meio de troca), mas não somente. Além disso, é determinado pelo poder de compra que eles desejam deter, que depende, por um lado, da sua riqueza, tal qual na teoria clássica, mas também dos hábitos dos agentes, o que é uma diferença em relação àquela teoria, sobretudo porque, diferentemente da riqueza que se altera de maneira gradual, os hábitos estão sujeitos a movimentações intempestivas e relevam o uso da moeda como reserva de valor.

Tendo isso em mente, Keynes (1971a) desenvolve a sua TQM. De partida, e similar à versão neoclássica, o poder de compra retido pelos agentes equivale à uma cesta de consumo –  $k$  –; sendo  $p$ , o preço de cada unidade de consumo e,  $n$ , o volume de moeda colocado em circulação pela Autoridade Monetária (AM), de modo que  $n = pk$ , isto é, “a famosa teoria quantitativa da moeda. Enquanto  $k$  permanece inalterado,  $n$  e  $p$  aumentam e diminuem na mesma proporção, ou seja, quanto maior ou menor a quantidade de moeda, maior ou menor é o nível de preços” (KEYNES, 1971a, p. 63). Indo novamente além da TQM tradicional, em sua formulação, Keynes (1971a) considera como variáveis relevantes para definir o volume  $n$  os depósitos bancários do público referente à alguma parcela de sua cesta de consumo,  $k'$ , e as

<sup>5</sup> Para ambas as versões, ver o próprio livro em análise, Keynes (1971a).

reservas em moeda dos bancos –  $r$  –, estas, em parte determinada pela AM e, em parte, pelo comportamento bancário, ambas passíveis, portanto, de alterações rápidas.

Então, a TQM de Keynes assume a seguinte forma,  $n = p(k + rk')$ , e as variáveis explicativas do nível  $n$  são o volume de riqueza do agentes, seus hábitos, que definem o quanto se guarda de moeda em mãos e o volume deixado em depósitos bancários (implicando  $k$  e  $k'$ ), além das reservas  $r$  que os bancos decidem manter, que são definidas tanto pela AM quanto pelo próprio banco e, assim, novamente  $n$  dependerá de comportamentos individuais sujeitos à alteração peremptória. Nesta expressão, bem como na TQM clássica, se mantidos inalterados  $k$ ,  $r$  e  $k'$ , os preços variam na proporção do estoque de moeda. Entretanto, por que estas variáveis seriam constantes? Para Keynes (1971a), diferente da teoria neoclássica, os hábitos do público e o modo pelo qual os bancos compõem suas reservas mudam, de forma que  $k$ ,  $k'$  e  $r$  se modificam e implicam em desproporção entre  $n$  e  $p$ , algo imprevisível pela teoria neoclássica. Se o nível de preços  $p$  é o que afeta a economia nos tempos do *Tract*, seu comportamento tem relação não mais unívoca com o nível de moeda  $n$ , que pode ser controlado ou influenciado pela AM para se estabilizar  $p$  no tempo, mesmo que não seja a única causadora de  $p$ , como concluía a teoria neoclássica.

Na TQM versão Keynes, há uma relação endógena entre  $n$ ,  $p$ ,  $k$ ,  $k'$ , e  $r$ . Isto quer dizer que estas variáveis se influenciam mutuamente. Neste sentido, para ilustrar o argumento, torne  $n$  exógeno e aplique-se um choque positivo nele, ou seja, a AM aumentou a emissão de moeda. Segundo a TQM clássica,  $p$  responderia em mesma proporção, dada a constância de  $k$ . Na TQM versão Keynes, contudo,  $k$ ,  $k'$  e  $r$  podem responder à um choque exógeno de  $n$ . Desta forma, se o aumento de  $n$  implicar um aumento de  $r$  por parte dos bancos,  $p$  não se altera. Outro exemplo pode ser descrito via choque exógeno em  $p$  causada por choques de custos. Maior  $p$  pode levar o público a mudar seus hábitos em busca de maior proteção e, dessa forma, alteram-se  $r$ ,  $k$  e  $k'$ , sem que  $n$  se altere. Ou seja, pela TQM de Keynes (1971a), vários caminhos podem impactar  $p$  e variações de  $n$  podem ser utilizadas para balancear os efeitos das outras variáveis sobre  $p$ . A moeda importa no *Tract* para muito além de apenas causar inflação.

No entanto, ainda relativamente hesitante entre seguir a teoria clássica ou ter com ela plena ruptura, Keynes (1971a) aceita a validade da TQM no longo prazo. Entretanto, em termos da operação da política monetária, o autor acredita que a referida validade não deve ser um guia para nada se fazer contra os movimentos de preço no curto prazo, afinal “*no longo prazo estaremos todos mortos*” (1971a, p. 65, grifo no original). O autor chama a atenção, portanto, para a importância da política monetária, diante do fato de que “mesmo que uma tal política não seja inteiramente bem sucedida, tanto para contrabalancear expectativas quanto para evitar movimentos atuais, ela seria uma melhoria em relação à política de ficar-se quieto” (KEYNES, 1971a, p. 35).

Como não poderia deixar de ser, para teorizar a política monetária no *Tract*, Keynes (1971a) utiliza-se de sua versão da TQM. Para o mundo clássico, se a moeda é um véu, a melhor política monetária é deixar que o volume de moeda acompanhe o nível de transações da economia, à uma dada velocidade de circulação monetária. Nos modelos mais recentes no campo ortodoxo, assume-se que a imposição de uma regra de condução da política monetária, como as metas de inflação, consiga fazer este movimento. Já na perspectiva de Keynes, a relação entre moeda e preços não depende apenas do volume  $n$  colocado em circulação pela AM, o nível  $p$  varia não só com  $n$ , embora  $n$  possa ser controlada pela AM para estabilizar  $p$ . De acordo com o autor,  $n$  é controlada diretamente, e parte de  $r$  é compulsoriamente estabelecida pela AM. Já  $k$  e  $k'$  não estão sob controle imediato dela, pois dependem dos hábitos do público;  $r$  depende, em parte, do comportamento bancário. Embora não controláveis,  $k$ ,  $k'$  e, a parcela das reservas voluntárias em  $r$ , são influenciadas pela política monetária. Neste sentido, Keynes explica que:

A estabilização do nível de preços (...) consiste, em parte, no exercício de uma influência estabilizadora sobre  $k$  e  $k'$ , e, na medida em que isto se mostrar impraticável, deve-se deliberadamente variar  $n$  e  $r$ , de modo a contrabalancear o movimento de  $k$  e  $k'$ . (...) Nossa análise sugere que o primeiro dever das autoridades bancárias centrais é ter certeza de que têm  $n$  e  $r$  completamente sob controle. (...) O segundo dever das autoridades é (...) o uso de seu controle sobre  $n$  e  $r$  para contrabalançar mudanças em  $k$  e  $k'$  (1971a, p. 68-69, grifo do autor).

Logo, a política monetária atua diretamente sobre duas quantidades,  $n$  e  $r$ . As reservas bancárias,  $r$ , são regulamentadas pela AM. Já  $n$  se altera por meio de quatro formas: (i) a demanda do público, (ii) a demanda do Tesouro, (iii) o aumento ou diminuição dos ativos da AM e, (iv) a proporção de reserva de segunda linha dos bancos em títulos do Tesouro. A demanda do público por moeda depende do volume do comércio e do próprio nível de preços. Já o Tesouro procura por liquidez com a mudança correspondente, e em sentido oposto, na conta dos títulos na reserva dos bancos e no balancete da AM. Os ativos da AM consistem nas fontes e usos referentes aos títulos do Tesouro, nos investimentos, nos adiantamentos a clientes, letras de câmbio e, no ouro. Qualquer variação destes ativos tende, por exemplo, a mudar o caixa dos bancos e, desse modo, alterar a quantidade de moeda via volume de crédito concedido. Por fim, a participação dos bancos nos títulos do Tesouro, depende do excesso ou contenção das despesas deste. Portanto, são estes fatores, cada um atuando a seu modo, mas sob controle da AM, que implicam diferentes valores de  $n$ . Decorre dos fatores acima que, se bancos e AM trocam títulos, a política monetária também será exercida por meio de operações de mercado aberto e de redesconto.<sup>6</sup>

Conclui-se que no *Tract* é possível perceber que Keynes (1971a) inicia sua ruptura com a teoria clássica em relação ao papel da moeda. Embora ele ainda ressalte tanto que a principal função dela, porém não única, seja permitir a realização de trocas, bem como que a TQM é válida no longo prazo, seu argumento considera que os hábitos do público,  $k$  e  $k'$ , e o comportamento bancário,  $r$ , fazem o nível de preços variar em desproporção a  $n$ . Além disso, os hábitos bancários e pessoais encontram a moeda como reserva de valor (isso explica, por exemplo, porque em uma condição de inflação constante, os rentistas preferirão reter moeda e comprar títulos prefixados). Além disso, a política monetária atuar, pois se  $p$  relaciona-se com  $n$ ,  $r$ ,  $k$ ,  $k'$ , a AM pode controlá-los ao administrar as duas primeiras condicionantes e influenciar as últimas duas. Sobretudo, controlar o nível  $n$  tem impacto sobre  $k$ ,  $k'$  e  $r$ , de forma que a moeda importa muito além de só determinar o nível  $p$ , como quer a TQM clássica, e pode, inclusive, nem afetá-lo, a depender dos efeitos que a sua administração pela AM causar. Ao menos no curto prazo, portanto, a moeda não é neutra e Keynes, no *Tract*, inicia sua trajetória rumo à sua economia monetária da produção (o que equivalerá, igualmente, à sua emancipação plena da teoria neoclássica).

### 3. A *Treatise on Money*

O *TM* pode ser considerado um passo intermediário na consolidação de uma teoria monetária da produção, cuja finalização ocorre na *TG*, mas cujo processo de formatação encontra-se a partir do *TM*. À diferença do *Tract*, no *TM* o autor abandona a TQM por completo, substituindo-a por uma teoria que, para observar os ciclos de preço, produto e renda nominal, destina-se em parte a investigar a produção de bens de consumo e de investimento, e, em parte, a analisar o dispêndio em investimento *vis-à-vis* a poupança disponível.

<sup>6</sup> Vale ressaltar que, dado o padrão-ouro vigente à época, Keynes destaca que a AM deve assegurar a estabilidade da taxa de câmbio. Porém, caso haja incompatibilidade na manutenção do equilíbrio entre os níveis de preços interno e externo, a AM deve ter como objetivo central a manutenção do valor da sua moeda, por conta de suas repercussões sobre a transferência de renda e o nível de investimentos (KEYNES, 1971a).

Como variável dependente de toda a investigação no *TM* permanece o ciclo de preços. Para explicá-los, Keynes (1971b) lança mão de duas equações, a que denominou fundamentais. Para fins da história do papel da moeda em Keynes, apenas a primeira das equações é relevante para dar conta deste objeto de análise. Esta primeira equação fundamental explica a dinâmica de preços em agregado. Neste particular, sejam  $\Pi$  o nível de preços,  $E$  o nível de renda,  $S$  a poupança,  $I$  o investimento,  $P$  o preço dos bens de consumo,  $R$  o volume consumido de bens e serviços,  $C$  o volume de novo investimento, de forma que  $O$ , o produto, é igual a  $O = R + C$ , e  $P'$  é o preço pago pelo volume  $C$ ; nestas condições, o nível de preços resulta de:

$$\Pi = \frac{(PR+P'C)}{O} \quad (1)$$

Para que se possam ter as variáveis  $S$  e  $I$  na equação (1), siga-se o seguinte raciocínio: se  $PR$  é o valor gasto em consumo pela sociedade,  $E - S$ , que significa a renda nominal menos a poupança precisa, equivaler a  $PR$ . Da mesma forma,  $I$  será igual a  $P'C$ , ou seja, o preço multiplicado pela quantidade do novo investimento. Logo,

$$\Pi = \frac{(E-S)+I}{O}$$

o que é o mesmo que,

$$\Pi = \frac{E}{O} + \frac{(I-S)}{O} \quad (2)$$

A equação (2) é a primeira das equações fundamentais do *TM* e denota que o nível geral de preços,  $\Pi$ , depende da diferença entre  $S$  e  $I$ . A lógica é que, dado que  $E$  equivale a  $O$ , afinal o produto é igual à renda nominal,  $\Pi$  se equilibra se  $I$  for igual a  $S$ , ou seja, se a parcela não demandada de bens de consumo,  $S$ , for gasta em novos investimentos,  $I$ . Assim sendo,  $\Pi$  se eleva sempre que  $I$  superar o volume  $S$  existente, isto é, pressões de demanda em relação à oferta. Por sua vez, sempre que  $S$  for superior ao  $I$ , há redução de  $\Pi$ , isto é, há uma demanda inferior à oferta de recursos disponíveis para serem demandados. Claro que ao fim do ciclo, os estoques de  $S$  e  $I$  serão iguais, porém, em menor ou maior nível: se há  $S$  em excesso à  $I$ , o nível de renda,  $E$ , se reduz, o que implica menor  $S$ , igualando-se em menor patamar ao  $I$  realizado ao longo do período contábil. Em sentido contrário, excessos de  $I$  tendem a elevar a  $E$ , o que por sua vez implica maior  $S$ , igualando  $S$  e  $I$  em maior estoque do que o período passado.

A equação (2) contrapõe-se imediatamente à lógica clássica pois a ideia de proporção entre volume de moeda e o nível de preços da TQM não vale, haja vista que a quantidade de moeda sequer está na explicação de  $\Pi$ . Não obstante, é a relação entre  $I$  e  $S$  que define, em última instância,  $\Pi$ . Logo, a questão fundamental decorrente da equação (2) é: o que fará com que  $I$  e  $S$  se equivalham?

A explicação do comportamento destas variáveis reside na taxa de juros e sua determinação no mercado monetário, cuja influência de Keynes decorre claramente de Wicksell. Keynes (1971b) pressupõe a existência de uma taxa de juros natural “wickselliana”<sup>7</sup> capaz de igualar *ex ante*  $S$  e  $I$ , e uma taxa de juros de mercado, composta por duas taxas – a *bank rate* (de curto prazo) e a *bond rate* (de longo prazo). O comportamento da taxa de juros de mercado *vis-à-vis* a natural explica as variações do investimento, poupança, e, então, de preços. Se esta taxa for superior àquela, maior risco é percebido pelos agentes, a poupança é estimulada e o investimento deprimido sendo a recíproca verdadeira. Logo: como se determina

<sup>7</sup> Escapa aos limites deste artigo analisar as influências e relações entre Keynes e Wicksell. Elas podem ser vistas em diversos volumes dos *Collected Writings of John Maynard Keynes*, tais como XIII, XIV XVII além, claro do V, que é o livro I do *TM*. Para uma discussão sintética, veja-se: Cottrell e Lawlor (1991).



a taxa de juros? Entra em cena a moeda e o lado monetário da economia no *TM*, com impactos sobre o âmbito real.

Keynes (1971b) apresenta um modelo que relaciona os lados real e financeiro, representados pelas chamadas circulação industrial e financeira. A primeira é o âmbito da produção corrente, contemplando as transações de bens e serviços, em que se têm as movimentações de bens de capital e de consumo. O produto, o nível de preços e a velocidade de circulação da moeda determinam a quantidade de moeda requerida nas transações desta esfera. Já a circulação financeira são as operações com ativos financeiros, em que a moeda é um ativo financeiro e que flui entre as duas esferas, funcionando como uma ponte entre ambas. No lado financeiro, ela é um ativo como outro qualquer, mas com liquidez máxima e poder de reserva de valor; na circulação industrial, a moeda é meio de troca.

Tendo em vista tal cenário, Keynes (1971b) apreende que os desequilíbrios no sistema ocorrem quando o público se dispõe a manter maiores ou menores quantidades de moeda em mãos. As negociações de moeda ocorrem na circulação financeira entre os agentes ‘ursos’ e ‘touros’. Os primeiros, cautelosos, são aqueles que, dada a taxa natural de juros, preferem manter moeda ao invés de títulos, esperando um aumento da taxa de juros (desvalorização do valor de face dos títulos). Já os agentes agressivos, touros, novamente dada a taxa natural de juros, preferem a manutenção de títulos em mãos, com o intuito de terem ganhos de capital via valorização dos títulos que possuem em carteira. É desta diferença de expectativas sobre a taxa de juros futura *vis-à-vis* a taxa natural que motiva o agente a ofertar ou demandar moeda na circulação industrial, que o volume de recursos transacionados no lado financeiro é determinado. Ao mesmo tempo, os recursos disponíveis para o financiamento ao investimento na circulação industrial dependem desta negociação.

Neste particular, notam-se mais duas rupturas de Keynes (1971b) com a teoria clássica. Por um lado, as negociações de moeda afetam a disponibilidade de recursos para o lado real, sendo que, então, ambos os lados não são estanques. Por ser a moeda um ativo na circulação financeira, ela concorre com os demais ativos, inclusive de capital, funcionando como uma alternativa à retenção deles. Logo, a moeda não é neutra, pois sua escassez na circulação financeira pode levar à não ocorrência de investimento no lado real. De forma alternativa, seu excesso na circulação financeira pode colocar a taxa de juros de mercado abaixo do nível considerado natural pelos agentes, estimulando a poupança, por sinalizar uma excessiva percepção de risco dos agentes. Por outro lado, a velocidade de circulação da moeda não é estável, já que a expectativa sobre os juros futuros de mercado em relação ao natural faz os agentes reterem maior ou menor quantidade de moeda.

O espaço para a atuação da política monetária, por sua vez, decorre da relação entre a taxa de juros natural e a de mercado, o que traz consigo o entrelaçamento entre expectativas e atuação da AM. A estabilidade de  $\Pi$  deve ser buscada pelo controle de  $I$  em equivalência a  $S$ . Porém, tal igualdade depende da relação entre as taxas de juros natural e de mercado. Logo, a política monetária é exercida para influenciar o comportamento desta última. Este controle será feito com a AM estipulando sua *bank rate*, ao modificar “o valor total de seus próprios ativos” (KEYNES, 1971c, p. 201-202), intentando fazer com que uma nova *bond rate* surja, conformando uma *market rate* que se aproxima o máximo possível da taxa de juros natural.

Keynes (1971c) aponta que os ativos da AM correspondem ao montante de ouro, títulos e empréstimos de liquidez que ela realiza<sup>8</sup>. Para Keynes (1971c), os instrumentos mais

<sup>8</sup> Ao movimentar seus ativos, a AM controla a moeda em circulação, o crédito ofertado pelos bancos e, assim, influencia a taxa de juros de mercado. Se o balancete da AM é positivo, os bancos a realizaram pagamentos, reduzindo suas reservas e a oferta de liquidez, elevando a taxa de juros de mercado. O movimento em sentido contrário, isto é o caso de a AM ser deficitária, é verdadeiro. O montante dos títulos da AM está sob seu controle, já que correspondem à compra e venda por iniciativa própria, sendo que estas variações decorrem das operações de mercado aberto. Em relação aos empréstimos de liquidez, a AM também o controla plenamente, via janela de

relevantes para a política monetária são as operações de mercado aberto, a janela de redesconto, e as reservas compulsórias, inseridas pelo autor em um instrumento mais amplo, a regulação. No que toca a janela de redesconto, a taxa de juros nela cobrada influencia principalmente a taxa de juros de mercado de curto prazo e, desta forma, o volume de crédito. Ademais, a taxa de redesconto é a arma mais adequada quando a AM quer preservar o equilíbrio externo, pois a *bank rate* impacta a taxa de juros de curto prazo, fundamental na atração de capitais externos.<sup>9</sup> Reservas compulsórias não têm este poder, pois são instrumentos que resultam em maior rigidez no comportamento bancário, haja vista que se forem alteradas com constância levam à incapacidade de os bancos definirem o quanto podem emprestar. Já as operações de mercado aberto, que são a compra e venda de títulos públicos da AM no mercado monetário, produzem efeito direto sobre a reserva dos bancos e, em consequência, sobre o volume de crédito. As operações de mercado aberto podem ser rapidamente refeitas, garantindo flexibilidade e liquidez suficientes para se alterarem as condições de circulação financeira no curto prazo.

Para Keynes (1971c), a AM tem a capacidade de fazer seus juros de curto prazo serem os efetivos no mercado. Contudo, sobre a taxa de juros de longo prazo, a AM apenas a influencia, não tendo sobre ela controle pleno. Embora a AM controle a sua *bank rate* e por meio disso espalhe efeitos sobre a taxa de juros de mercado, as expectativas dos agentes ursos e touros são o outro fator determinante dos juros de mercado e isso implica que, eventualmente, a direção desejada pela AM para os juros possa não ser alcançada, se os agentes não seguirem as expectativas desejadas pela AM.

Todos estes elementos pertinentes à política monetária são relevantes não somente porque mostram que Keynes (1971c) concebe a administração da moeda em circulação como fundamental para que *S* e *I* sejam tais que não provoquem ciclos de preços, mas também porque representam uma ruptura à teoria neoclássica, para a qual, como já mencionado, à política monetária caberia apenas controlar o nível de moeda em um nível não inflacionário, fenômeno iminentemente monetário. No *TM* a moeda está longe de ser um mero véu uma vez que sua oferta e demanda repercutem sobre o lado real, bem como a inflação decorre das interações entre uma variável com determinação monetária, a taxa de juros de mercado, e outros dois elementos, *S* e *I*. Eis porque a política monetária deve ir muito além do mero controle exógeno do estoque de moeda. O uso dos instrumentos da AM deve ser coordenado para atingir o seu objetivo principal, qual seja, influenciar a taxa de juros de mercado, a bem de a equilibrar ao nível da taxa natural, balanceando o *I* à *S*, a bem de manterem-se os preços estáveis. Tais efeitos, contudo, podem não repercutir da forma desejada, principalmente por conta da forma pela qual os agentes reagem às ações da AM.

Tais variáveis, expectativas, investimentos e juros continuam a ser centrais na explicação dos ciclos econômicos na *TG*. Contudo, nesta obra, em diferença ao *TM*, elas participam de um sistema econômico em que a moeda tem um papel proeminente ao longo do processo produtivo e que as variações nos níveis de preço deixam de estar em prioridade como estiveram no *Tract* e no *TM*. Na *TG*, Keynes modela uma já bem definida economia monetária da produção, pois a “questão de como se determina o produto e o emprego como um todo, se requer uma completa teoria de uma economia monetária” (1973a, p. 293). Nela, “a importância

redesconto. Por sua vez o ouro, apesar de a sua quantidade depender de fatores naturais, tem seu montante parcialmente controlado por meio dos capitais externos atraídos pelo diferencial entre a *bank rate* e os juros internacionais (KEYNES, 1971c).

<sup>9</sup> Além da preocupação com o papel da AM em nível nacional, no *TM* há a proposta de uma reforma monetário-financeira internacional, com a criação de um banco central mundial, denominado *Supernational Bank-Money*. Ressalta-se que no final dos anos 1930, Keynes escreveu *Proposals for an International Clearing Union*, em que há também a sugestão de se arquitetar uma ordem econômica mundial articulada em torno de uma AM internacional, o *Clearing Union*, capaz de emitir a moeda de conversibilidade internacional, o *bancor*.

da moeda decorre essencialmente de ela ser um elo entre o presente e o futuro” (KEYNES, 1973a, p. 293, grifo no original).

#### **4. The General Theory of Employment, Interest and Money**

A conceituação de economias monetárias da produção é antecedente à *TG*, decorre de 1933, no caminho para a *TG* (KEYNES, 1987) e nelas “mudanças de pontos de vista sobre o futuro são capazes de influenciar o volume de emprego e não meramente sua direção” (1973a, p. xxii). Desde o próprio conceito, fica claro o papel desempenhado pela moeda no sistema econômico.

Como se sabe, outro conceito relevante anterior à *TG*, mas nela central para o modelo, é a incerteza, em sua natureza fundamental, isto é, a inexistência de todos os dados relevantes para uma decisão, o que leva à impossibilidade de, *a priori*, conhecer-se o que ocorrerá no tempo entre a decisão e a obtenção dos resultados. Por existir a incerteza, são expectativas, e não certezas, que balizam as decisões de investimento e, neste contexto, a importância da moeda toma forma, como ativo alternativo de preservação da riqueza. Nas palavras de Keynes “a moeda em seus atributos significativos é, sobretudo, um instrumento sutil ligando o presente ao futuro; e, nós não podemos sequer começar a discutir o efeito de expectativas alteráveis sobre as atividades correntes senão em termos monetários” (1973a, p. 294).

Nas economias monetárias tal qual modeladas na *TG*, a moeda é muito mais do que um mero facilitador de trocas: ela é unidade de conta, o que oferta liquidez absoluta para saldar transações à vista; ao mesmo tempo, como há contratos diferidos cotados em moeda, ela possui liquidez no tempo e, então, funciona como reserva de valor. Por ser uma reserva de valor, a moeda é um ativo e configura-se, assim, como uma alternativa frente a outros ativos.<sup>10</sup>

Para que se possa compreender porque a moeda ganha contornos especiais no sistema econômico – e é daí que ela é hábil a causar transtornos na dinâmica de emprego e produção, ou seja, no lado real -, Keynes dedica-se a compreender o que a moeda possui em particular, isto é, algo que é dela que nenhum outro ativo detém. O que o capítulo 17 da *TG* mostra é que à moeda cabem duas peculiaridades, quais sejam, elasticidades de produção e de substituição negligenciáveis (KEYNES, 1973a, cap. 17). A elasticidade de produção negligenciável implica ser a oferta de moeda escassa, uma vez que sua produção não se altera quando seu preço muda. Porém, esta restrição de oferta não é absoluta, mas sim relativa à demanda, que não se modifica quando o preço da moeda se altera: sua elasticidade de substituição é negligenciável. Assim, a oferta da moeda é escassa relativamente à uma demanda constante, garantindo à moeda ‘valor’ ao longo do tempo.<sup>1112</sup> Somam-se às suas particularidades, alguns fatores acessórios: o custo

<sup>10</sup> Por isso, no capítulo 17 da *TG* Keynes (1973a) elaborou uma teoria de precificação de ativos, de modo que a decisão entre reter moeda ou títulos se expande para a comparação com qualquer outro ativo.

<sup>11</sup> Na *TM*, a moeda é endógena, criada pelo sistema bancário. Na *TG*, ela é exógena, criada apenas pela AM. Uma leitura atenta aos pormenores de ambos os livros mostra, contudo, que tais escolhas de Keynes pareciam ter fim de simplificação da apresentação dos argumentos. Para perceber-se isso, basta ver que, como descrito acima, na *TM* o balancete da AM é elemento determinante da moeda em circulação e do nível dos juros de mercado. Na *TG*, embora se a assuma exógena, ao debater o que é moeda, na primeira nota de rodapé do capítulo 13, Keynes afirma que moeda envolve depósitos bancários e, inclusive, dívida pública (KEYNES, 1973, p. 167).

<sup>12</sup> Como visto na nota anterior, na *TG* a moeda é exógena e a AM a controla plenamente. No *TM*, a moeda era endógena, e a AM controlava seu estoque pelos instrumentos *open market*, janela de redesconto e regulação. Na prática, a moeda é parcialmente exógena, pois a AM pode emití-la e colocá-la em circulação, mas parcela significativa – sobretudo em países com sistema financeiro mais bem desenvolvido – é endógena, criada pelo sistema bancário. Logo, a escassez relativa da moeda é mantida pelo exercício da política monetária, que via *open market*, mantém a oferta e a demanda por reservas dos bancos no nível necessário à manutenção dos juros básicos estipulados pela AM. Este debate, contudo, tem controvérsias. Veja-se Arestis e Sawyer (2006) para apreendê-las. Veja-se Arestis e Terra (2017) para um debate sobre a operação da política monetária pós-keynesiana.

de vida em termos de moeda ser mantido relativamente constante no tempo, os salários nominais serem relativamente rígidos no tempo e os contratos monetários serem diferidos.

Contudo, se a demanda dos agentes se dirige à moeda – ou a ativos que lhe são substitutos próximos – há insuficiência de demanda efetiva por bens e serviços, frustrando os planos dos empresários que se dispuseram a demandar trabalho. Nesse particular, Keynes (1973a) desenvolve sua teoria da preferência pela liquidez, expressão clara da importância da moeda na economia monetária da produção. Neste sentido, as razões para demandar moeda – para preferir liquidez – são quatro: transação, precaução e especulação, sendo que, após a publicação da *TG*, Keynes introduziu o quarto motivo, *finance* (KEYNES, 1937; 1973a).

O motivo transação é o requerimento de moeda para a realização de transações correntes, como compras pessoais e capital de giro comercial. O motivo precaução é a retenção de moeda para atender a acontecimentos inesperados e oportunidades imprevistas de ganhos, o que ressalta a moeda como reserva de valor face à incerteza. O motivo *finance* designa a demanda por liquidez pelos empresários para o financiamento dos seus planos de investimento.<sup>13</sup> Por fim, o motivo especulação é a demanda por moeda com o “propósito de obter lucros” (KEYNES, 1973a, p. 170). Em especial, é sobre ele que a política monetária atua, a ponto de existir “uma curva contínua relacionando as variações na demanda de moeda para satisfazer o motivo especulação com as que ocorrem na taxa de juros, devidas às variações no preço dos títulos e às dívidas de vencimentos diversos” (KEYNES, 1973a, p. 197).

O motivo especulação tem como determinante a taxa de juros. Na *TG*, os agentes ‘*touro*’ e ‘*urso*’ à la *TM* não encontram baliza em uma taxa de taxa de juros natural de inspiração wickselliana. Assim, a taxa de juros é explicada pela teoria da preferência pela liquidez, em especial, pelo confronto entre as várias preferências pela liquidez individuais no mercado financeiro, o que define a oferta e a demanda por moeda no mercado financeiro (KEYNES, 1973a). Saliente-se, ainda, que com a teoria da preferência pela liquidez Keynes (1973a) rompe com a tradição clássica, em que a taxa de juros seria o preço equilibrador da demanda por recursos a investir e da propensão de se abster do consumo imediato, em um mercado não-monetário de fundos emprestáveis.

A partir da lógica do motivo especulação, Keynes (1973a) rejeita a ideia da taxa de juros natural utilizada anteriormente no *TM*, passando a sugerir que todo agente possui uma avaliação subjetiva do que seria uma taxa de juros normal, habitual ou convencional. A incerteza sobre variações futuras na taxa de juros é o fator determinante da demanda especulativa por moeda e, ao mesmo tempo, este processo dita, em última instância, o patamar dos juros em uma contínua reciprocidade-causal. Assim, a taxa de juros relaciona-se intimamente com a preferência pela liquidez e, por consequência, com a incerteza acerca do comportamento futuro dos próprios juros. Logo, a moeda e o seu preço diferido desempenham um papel fundamental em economias monetárias, ao representar uma variável relevante no cálculo do empresário ao tomar sua decisão de investimento, que em uma economia *demand-led*, como a monetária da produção, é a variável chave, pois cria emprego e renda novos.

O empresário, ao decidir investir, por um lado, calcula as rendas esperadas do investimento sobre o custo de fazê-lo, isto é o que Keynes (1973a) denominou eficiência marginal do capital. Por outro lado, o empresário compara a eficiência marginal do capital com as taxas de juros que remuneram ativos financeiros, mais líquidos e menos custosos do que os de capital. Para que o investimento ocorra, os últimos ativos devem ter “uma eficiência marginal do capital que seja no mínimo igual à taxa de juros” (KEYNES, 1973a, p. 228). Se em agregado

<sup>13</sup> O circuito *finance*-investimento-poupança-*funding* mostra que o investimento ocorre em duas etapas. Primeiro, o *finance* é um fundo rotativo fornecido pelos bancos, que financiam investimentos que estimulam a economia, gerando renda através do multiplicador keynesiano. A renda é, em parte, gasta em consumo, e, em parte retorna ao sistema financeiro via poupança, resíduo da renda criada. Ao final, esta nova poupança no sistema financeiro, transforma a dívida de curto prazo (*finance*) dos empresários em dívida de longo prazo (*funding*) (KEYNES, 1937).

as decisões dos empresários direcionarem-se mais a ativos financeiros, o ritmo de criação de novos empregos diminuirá.

Pois bem, nestas economias, as dificuldades são “resultantes da associação de uma taxa de juros a longo prazo convencional e bastante estável com uma eficiência marginal do capital inconstante e altamente instável” (KEYNES, 1973a, p. 204). Como visto, os investimentos além das expectativas empresariais, também dependem da taxa de juros que, por sua vez, depende da preferência pela liquidez dos agentes - bancos inclusive -, da quantidade de moeda ofertada pela, e das ações de política monetária da AM.

Neste contexto, considerando o modo de funcionamento das economias monetárias da produção, como deve a AM atuar? Levando em conta as dificuldades de se aumentar o investimento “já que a moeda improdutiva pode ser preferida aos ativos de capital como meio de acumulação de riqueza” (CARVALHO, 1999, p. 280), mas, tendo em vista sua importância para a demanda efetiva, o objetivo da AM é realizar a política monetária a fim de “acomodar as transações de demanda por moeda e de impedir que mudanças preventivas do estado de preferência pela liquidez tenham impacto sobre os preços dos ativos não líquidos” (CARVALHO, 1992, p. 212). Logo, a política monetária deve influenciar a curva de juros do sistema financeiro para tornar mais atrativo o investimento em ativos de capital vis-à-vis os financeiros. Neste sentido, consoante Carvalho,

Concebe-se política monetária como a manipulação do estoque de moeda com o fim de modificar a taxa de juros sobre os ativos líquidos, para, através de efeitos sobre os *portfólios* dos agentes privados, induzir movimentos de substituição das formas de riqueza, aumentando ou diminuindo a demanda por ativos reprodutíveis e, assim, aumentando ou diminuindo a renda agregada na produção de novos itens (1994, p. 47, grifo do autor).

Em específico, a referida política afeta o sistema econômico ao influenciar o motivo especulação da demanda por moeda, pois como coloca Keynes (1973), o motivo transacional para se requerer liquidez é estável, exceto quando há maiores alterações no nível de renda. Já a demanda por liquidez para o fim especulativo, e sua contraparte, o motivo precaução, variam pela incerteza acerca da taxa de juros futura, abrindo espaço para a política monetária negociar títulos de dívida pública com os agentes que estão apostando qual será o nível futuro dos juros. Ao alterar a taxa de juros, a AM faz com que os agentes criem diferentes expectativas sobre quais os juros futuros e, desta forma, eles alteram suas oferta e demanda por moeda no sistema financeiro.

À semelhança do que ocorreu no *Tract* e no *TM*, também na *TG* a política monetária é uma forma de intervenção econômica bastante relevante, o que é um contraste importante com a teoria clássica. Como já se reiterou, por se invocar uma política monetária ativa, que controle os níveis de liquidez para que se estimule o investimento sem, contudo, descuidar-se dos níveis de preço e de câmbio, Keynes afasta-se da tradição clássica.<sup>14</sup>

Neste sentido, como se pode notar por diversas menções já feitas, o principal instrumento para a realização da política monetária é a taxa de juros da AM, cuja efetivação instrumentaliza-se pelo *open market*. Uma alteração nas circunstâncias atuais ou nas expectativas dos agentes provoca um reajuste da disposição deles em manter reservas líquidas e, em consequência, há uma nova posição da taxa de juros, condizente com esse novo cenário de oferta e demanda por moeda nos mercados financeiros. Para tanto, a condição necessária à execução da política monetária é a diversidade de opiniões sobre uma nova situação, “de fato,

<sup>14</sup> Apenas a título de curiosidade: moeda e sua controladora, a política monetária da AM são alvo de preocupação de Keynes por toda a *TG*. Neste particular, Keynes (1973a) faz mais de trinta menções à política monetária/administração monetária na *TG* e menos de oito referências à política fiscal, administração e políticas orçamentárias (em conjunto e não individualmente). Fica clara a relevância da moeda, e não do fiscalismo, na *TG*.

se isto não fosse assim, ‘operações de mercado aberto’ seriam impraticáveis” (KEYNES, 1973a, p. 197, grifo no original).

A partir do que foi analisado, pôde-se perceber que na *TG* Keynes (1973a) aprofunda o fato de que as decisões dos agentes são tomadas num ambiente de incerteza fundamental. Para além, ele desenvolve o papel da preferência pela liquidez na determinação da taxa de juros, dando a esta, portanto, uma natureza monetária, tal qual o fez no *TM* e contraposto ao caráter de preço de fundos reais emprestáveis da teoria clássica. Ademais, tal determinação é apenas parcialmente administrável pela AM, uma vez que as expectativas dos agentes sobre a taxa de juros futura determinam, de forma responsiva e paralela à atuação da AM, a oferta e a demanda por moeda nos mercados financeiros.

Se a incerteza prevalece, há preferência pela liquidez e os agentes reterão moeda, o que leva, por um lado, à menor oferta de recursos ao investimento, ampliando a insuficiência de demanda efetiva. Por outro lado, provoca-se o aumento da taxa de juros, ampliando os custos de oportunidade dos bens de capital e arrefecendo a dinâmica econômica. Deste modo, a atenção ao comportamento da taxa de juros é necessária, sendo que a AM deve, através da política monetária, controlar os juros de curto prazo, buscando influenciar os de longo prazo, que são os relevantes para a escala de investimento da economia.

## **5. Breves notas sobre a institucionalidade da Autoridade Monetária**

A partir da análise feita até aqui percebe-se a importância dada por Keynes à moeda e à política monetária, destinada não só a manter o nível de preços estável, meta mais notável no *Tract e*, em alguma medida no *TM*, como também em perseguir o pleno emprego, claro objetivo da *TG*. Neste sentido, Keynes progressivamente confere um papel mais relevante à moeda na explicação dos fenômenos econômicos até chegar à sua concepção da economia monetária da produção, em que a moeda é um elemento determinante da dinâmica econômica. Se a moeda importa, a política que com ela lida, política monetária, também importa. Mas, qual seria a institucionalidade da AM para Keynes, isto é, como ele concebe o funcionamento, a gestão e relação da AM com o governo?

O artigo *The Monetary Policy of the Labour Party*, de 1932, contempla vários pontos da percepção de Keynes sobre a institucionalidade da AM. Em particular, Keynes (1982) apresentou seis proposições sobre a gestão do Banco da Inglaterra que, embora sejam a ele destinadas, podem se estender ao desenho de qualquer AM. A primeira delas aponta que os interesses de acionistas nos lucros do banco central deveriam cessar. Essa proposição, segundo Biböw (2002), representa uma clara distinção entre o pensamento de Keynes em 1932 em relação à sua visão anterior, sobretudo de meados de 1913, quando tratava das questões monetárias da Índia, já que ele passa a enxergar o papel privado no Banco da Inglaterra como negativo, por ser algo de interesse e função públicos. A segunda proposição vai no sentido de reforçar a primeira: a AM deve ser reconhecida como uma instituição nacional, em que interesses privados sejam excluídos. Neste sentido, sua direção deveria ser selecionada por razões públicas, não contemplando privilégios ou interesses particulares.

Já as terceira, quarta e quinta proposições apresentam um caráter mais gerencial. A terceira sugere que a gestão da AM seja sujeita ao governo democraticamente eleito, sendo que decisões que envolvem compromissos maiores da instituição devem obter a aprovação do Ministro das Finanças. Esta proposição indica o papel crucial do governo na escolha das principais linhas a serem seguidas pela política da AM. A quarta proposta, que se relaciona com âmbitos administrativos e de definição de política, afirma que os princípios do sistema monetário, atinados, por exemplo, à qual o índice de preços, ou se o ouro deve ser ou não utilizado como padrão monetário, são normas determinadas pelo Parlamento. A quinta proposição tem natureza administrativa e trata da importância da abertura e da transparência

que a AM deve manter ao realizar política monetária. Basicamente, a sugestão é de que “o dia-a-dia da política do Banco, suas estatísticas, técnicas e objetivos imediatos devem ser tão públicos quanto possível e, deliberadamente expostos a críticas externas” (KEYNES, 1982, p. 131). Por fim, a sexta proposição argumenta que quanto menos direto o controle democrático e mais remotas as possibilidades de interferência parlamentar no exercício da política monetária – portanto, algo diferente da definição da política em si – melhor será.

Estas seis proposições mostram que a AM deve possuir autonomia para operacionalizar seus instrumentos a fim de alcançar seus objetivos. Dessa forma, sua gestão não deve ser relegada a membros do governo, mas sim a técnicos especializados na gestão bancária, embora sua política geral seja delineada pelo governo no poder. Assim, o governo democraticamente eleito define a política econômica geral, delineando, dessa forma, seus objetivos. Contudo, fica a cargo dos técnicos da AM a complexa tarefa de utilizar os meios necessários para se alcançarem tais objetivos. Logo, “embora a independência do banco central seja, portanto, vista como um meio adequado para uma condução eficiente da política monetária, (...) o controle democrático final sobre a política monetária, no entanto, deve ser mantido” (BIBÖW, 2002, p. 775). Esta noção de independência da AM atribuída por Biböw (2002, 2010) a Keynes (1982) se refere tão especificamente à liberdade de operacionalização da política, não sendo, então, similar à ideia de independência da Nova Síntese Neoclássica. Dessa forma, o governo é o responsável pela AM, com base na prerrogativa de que ele dita as linhas de política a serem seguidas pela instituição. Ele é responsável pelo desempenho da política econômica, devendo prestar possíveis esclarecimentos e estar sujeito a críticas da sociedade.

## 6. Considerações finais

É possível se perceberem rupturas e continuidades no pensamento de Keynes acerca da moeda no decorrer de suas principais obras econômicas. A continuidade diz respeito à percepção constante e crescente do autor de que a moeda não exercia o papel que os clássicos a atribuíam no sistema econômico, como uma mera facilitadora de trocas. Decorre daí outra continuidade, a necessidade de exercício da política monetária, pois a moeda impacta o lado real da economia. A ruptura também se encontra neste mesmo âmbito da constante preocupação de Keynes para com a moeda, a ponto de o autor romper o modo pelo qual ele a considerava: inicialmente, um elemento cujos efeitos de longo prazo seguiam a lógica clássica expressa pela TQM; porém, no *TM* em diante, a moeda passou a ser um fator de repercussões sobre o curto e o longo prazos com o quê a dinâmica econômica envolve-se indissociavelmente. Em consequência há outra ruptura: variações no nível de preço deixam de ser a preocupação central da política monetária; elas são substituídas pela questão de como controlar variações nas quantidades, principalmente no emprego.

No *Tract*, o autor desenvolve seu pensamento ainda com muita referência à doutrina clássica, sendo o uso da TQM, e sua validade nos preceitos clássicos no longo prazo, as principais manifestações dessa continuidade. Apesar disso, o autor já questionava a sua validade no curto prazo, inserindo a moeda e a relação dos agentes com ela, via hábitos e reservas bancárias, como relevantes na explicação dos ciclos de preço. É sobre estes movimentos dos preços que a política monetária deve atuar.

No *TM* há a substituição da TQM por uma teoria em que os ciclos de produto e da renda nominal são contemplados, sendo que a explicação para eles relaciona-se às circulações industrial e financeira, em uma representação dos lados real e monetário da economia, em que se ressaltam os papéis dos juros, sua determinação no mercado monetário, e seus impactos sobre o investimento e a poupança. Em seus apontamentos sobre o modo de condução da política monetária no *TM*, Keynes enfatiza que a regulação, as operações de mercado aberto e a taxa de desconto constituem os seus instrumentos centrais. Eles atuam sobre a estrutura a termo da

taxa de juros objetivando estabilizar os juros de mercado com relação ao natural, a fim de impactar sobre poupança e investimento e, então, no nível de preços.

Na *TG* observa-se a teoria monetária de Keynes em sua forma acabada. Nas economias monetárias a incerteza faz com que as decisões se baseiem em expectativas. Por viverem num ambiente permeado de incerteza, os agentes buscam meios de se precaverem do imprevisível futuro e a moeda, dadas as funções que desempenha e a política monetária que a mantém crível na percepção dos agentes, representa um ativo seguro para transportar riqueza ao longo do tempo. Assim, liquidez pode ser retida para sanar a demanda por segurança dos agentes. Entretanto, procurar segurança significa demandar um ativo não reprodutível e não gerador de emprego e produto, o que interfere diretamente na dinâmica de criação de emprego e produto.

Se a moeda importa, seu preço, a taxa de juros, também o faz muito além de ser um mero equilibrador de poupança e investimento, como postula a escola neoclássica. Nesse particular, a incerteza quanto às variações futuras da taxa de juros é o fator determinante da demanda especulativa por moeda. Por isso, Keynes (1973a) observa que esta taxa deve ser influenciada pela AM, que deve levá-la a um nível que estimule a decisão de investir e não crie insuficiência de demanda efetiva. Para além, os objetivos da AM se ampliam em relação às obras anteriores, já que Keynes (1973a) considera a política monetária importante tanto para a estabilidade dos investimentos via influência e tentativa de administração da curva de juros quanto para a consecução da estabilidade financeira por meio da regulamentação das transações que se estabelecem no sistema financeiro. A partir do *TM*, Keynes preocupa-se com uma variável de definição marcadamente monetária, a taxa de juros, impactar o lado real. Na *TG*, por conta das especificidades da moeda, será seu preço futuro, ou seja, a taxa de juros, a remuneração básica da economia: seu retorno sempre positivo, liquidez máxima ao longo do tempo, é um porto seguro para os agentes; contudo, sua retenção significa não demanda por trabalho, dada sua oferta escassa, o que implica dinâmica econômica de alguma forma alterada.

Para além, Keynes (1982) discute a institucionalidade da AM, indicando que ela deve se guiar pela orientação da política econômica como um todo, delineada pelo governo eleito. Ao mesmo tempo, a AM deve dispor de liberdade operacional no manuseio de seus instrumentos visando ao alcance de seus objetivos. Não obstante, a AM não escolhe seus objetivos independentemente do governo e, ademais, deve ser clara e transparente em suas ações, em busca de credibilidade e boa reputação, conduzindo expectativas mais confiantes sobre as suas intenções futuras, de modo que, inclusive, a própria administração da taxa de juros pela política monetária torna-se mais eficaz. Afinal, se todos os agentes estão incertos acerca do caminho futuro da AM, a política monetária não tem espaço para ser implementada.

### **Referências bibliográficas**

- AMADO, A. Limites monetários ao crescimento: Keynes e a não-neutralidade da moeda. *Ensaio FEE*, v. 21, n.1, 2000.
- ARESTIS, P. *Post Keynesian monetary economics: new approaches to financial modelling*. Cheltenham: Edward Elgar, 1998.
- \_\_\_\_\_. New Monetary Policy and Keynes. *European Journal of Economics and Economic Policy: Intervention*, v. 3, n. 2, p. 245-262, 2006.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. A. *The Political Economy of Central Banking*. Cheltenham: Edward Elgar, 1998.
- \_\_\_\_\_. *Handbook of Alternative Monetary Economics*. Cheltenham: Edward Elgar, 2006.
- ARESTIS, P.; TERRA, F. H. B. Monetary Policy in the Post Keynesian Theoretical Framework. *Revista de Economia Política*, v. 37, n. 146, pp. 45-64, 2017.
- BIBÖW, J. Keynes on Central Banking and the Structure of Monetary Policy. *History of Political Economy*, v. 34, n. 4, pp. 749-787, 2002.



\_\_\_\_\_. Liquidity preference theory revisited – to ditch or to build on it. *The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, n. 427, Annadale-on-Hudson: Bard College, 2005.

\_\_\_\_\_. A Post Keynesian Perspective on the Rise of Central Bank Independence: A Dubious Success in Monetary Economics. *The Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, n. 625, Annadale-on-Hudson: Bard College, 2010.

CARVALHO, F. C. *Mr. Keynes and the Post Keynesians – Principles of Macroeconomics for a Monetary Production Economy*. Cheltenham: Edward Elgar, 1992.

\_\_\_\_\_. Sobre a endogeneidade da oferta de moeda: réplica ao Professor Nogueira da Costa. *Revista de Economia Política*, v. 13(3), 1993.

\_\_\_\_\_. Temas de Política Monetária Keynesiana. *Ensaio FEE*, v.15, n. 1, p. 33-61, 1994.

\_\_\_\_\_. Sobre a centralidade da teoria da preferência pela liquidez na macroeconomia pós-keynesiana. *Ensaio FEE*, v. 17, n. 2, p. 42-77, 1996.

\_\_\_\_\_. Políticas econômicas para economias monetárias. In: LIMA, G. T.; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. (Org.). *Macroeconomia Moderna – Keynes e a Economia Contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, p. 258-281, 1999.

CHICK, V. *Sobre moeda, método e Keynes – ensaios escolhidos*. Campinas: UNICAMP, 2010.

COSTA, F. N. (Im)propriedades da moeda. *Revista de Economia Política*, v. 13 (50), p. 61-75, 1993.

\_\_\_\_\_. Sobre o "horizontalismo" da oferta da moeda: tréplica ao Professor Cardim de Carvalho. *Revista de Economia Política*, v. 14 (53), p. 142-146, 1994.

COTTRELL, A.; LAWLOR, S. "Natural rate mutations: Keynes, Leijonhufvud and Wicksell connections. *History of Political Economy*, v. 23 (4), pp. 625-643, 1991.

DAVIDSON, P. Keynes and Money. In: ARESTIS, P.; SAWYER, M. *A Handbook of Alternative Monetary Economics*. Cheltenham: Edward Elgar, p. 139-153, 2006.

DICKENS, E. Keynes's theory of monetary policy: an essay in historical reconstruction. *Contributions of Political Economy*, v. 30(1), pp. 1-11, 2011.

FERRARI FILHO, F. As concepções teórico-analíticas e as proposições de política econômica de Keynes. *Economia Contemporânea*, v. 10, n. 2, pp. 213-236, 2006.

FIOCCA, D. *A Oferta de Moeda na Macroeconomia Keynesiana*. Rio de Janeiro: Paz & Terra, 2000.

FONSECA, P. C. D.; MOLLO, M. de L. R. Metalistas x papelistas: origens teóricas e antecedentes do debate entre monetaristas e desenvolvimentistas. *Nova Economia*, v. 22 (2), pp. 203-233, 2012.

FONTANA, G. *Money, uncertainty and time*. Abingdon: Routledge, 2009.

GALBRAITH, J. K. *Moeda: de onde veio e para onde foi*. São Paulo: Pioneira, 1977.

GNOS, C.; ROCHON, L. P. *Post-Keynesian Principles of Economic Policy*. Cheltenham: Edward Elgar, 2006.

KALDOR, N. *The Scourge of Monetarism*. Oxford University Press: Oxford, 1982.

KEYNES, J. M. Indian Currency and Finance. (1916). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, v. I, Londres: Royal Economic Society/Macmillan, 1978.

\_\_\_\_\_. A tract on monetary reform. (1923). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, v. IV, London: Royal Economic Society/Macmillan, 1971a.

\_\_\_\_\_. A treatise on money: the pure theory of money. (1930). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, v. V, Londres: Royal Economic Society/Macmillan, 1971b.

\_\_\_\_\_. A treatise on money: the applied theory of money. (1930). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, v. VI, Londres: Royal Economic Society, 1971c.

\_\_\_\_\_. The General Theory of Employment, Interest and Money. (1936). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, VII. Londres: Royal Economic Society/Macmillan, 1973a.

\_\_\_\_\_. The General Theory and after – preparation. *The Collected Writings of John Maynard*

- Keynes, XIII. Londres: Royal Economic Society/Macmillan, 1973b.
- \_\_\_\_\_. The General Theory and after: Part II – Defence and development. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, v. XVII, Londres: Royal Economic Society/Macmillan, 1973c.
- \_\_\_\_\_. The monetary policy of the Labour Party (1932). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, v. XV, Londres: Royal Economic Society/Macmillan, 1982.
- \_\_\_\_\_. Activities 1920-1922: Treaty revision and reconstruction. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, v. XVII, Londres: Royal Economic Society/Macmillan, 1977.
- Keynes, J. M. (1933b). The distinction between a co-operative economy and an entrepreneur economy. *The Collected Writings of John Maynard Keynes*, v. XXIX, Londres: Royal Economic Society, 1977.
- \_\_\_\_\_. Alternatives theories of the interest rate, *Economic Journal*, 47 (186), pp. 241-252, 1937.
- KICILLOF, A. *Fundamentos de la Teoría General – las consecuencias teóricas de Lord Keynes*. Buenos Aires: Eudeba, 2008.
- LAVOIE, M. *Post Keynesian Economics – new foundations*. Cheltenham: Edward Elgar, 2014.
- Lavoie, Marc. The monetary and fiscal nexus of neo-Chartalism: a friendly critique. *Journal of Economic Issues*, v.47(1), pp. 1–32, 2013.
- LIBÂNIO, G. Temas de política monetária: uma perspectiva pós-keynesiana. *Textos para discussão*, 229, UFMG: CEDEPLAR, 2004.
- MEIRELLES, A. Moeda endógena e teoria monetária da produção. *Revista de Economia Política*, v. 15 (59), julho-setembro, 1995.
- MOGGRIDGE, D. E. *As ideias de Keynes*. São Paulo: Cultrix, 1976.
- MOORE, B. *Horizontalists and verticalists. The macroeconomics of credit money*. Cambridge: Cambridge University Press, 1988a.
- \_\_\_\_\_. The endogenous money supply. *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 10 (3), pp. 372-385, 1988b.
- NERSISYAN, Y. WRAY, L. R. Modern Money Theory and the facts of experience. *Cambridge Journal of Economics*, v. 40 (5), pp. 1297-1316, 2016.
- PALLEY, T. The endogenous money supply: consensus and disagreement. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 13 (3), pp. 397-403, 1991.
- \_\_\_\_\_. Competing views of the money supply process: theory and evidence. *Metroeconomica*, 45 (1), pp. 67-88, 1994.
- \_\_\_\_\_. Endogenous money supply: implications for the money supply process, interest rates, and macroeconomics. *Political Economy Research Institute Working Papers Series*, n. 178. Amherst: UMASS, 2008.
- \_\_\_\_\_. Modern Money Theory (MMT): the emperor still has no clothes, 2014. Disponível em: [http://www.thomaspalley.com/docs/articles/macro\\_theory/mmt\\_response\\_to\\_wray.pdf](http://www.thomaspalley.com/docs/articles/macro_theory/mmt_response_to_wray.pdf), com acesso em março de 2017.
- \_\_\_\_\_. Money, fiscal policy, and interest rates: a critique of Modern Monetary Theory. *Review of Political Economy*, v. 27(1), pp. 1–23, 2015a.
- \_\_\_\_\_. The critics of Modern Money Theory (MMT) are right. *Review of Political Economy*, v. 27(1), pp. 45–61, 2015b.
- PAIM, B. *Oferta de moeda endógena e taxa de juros exógena: as visões keynesiana e pós-keynesianas*. Dissertação (Mestrado), Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre, 2014.
- \_\_\_\_\_. A oferta de moda em Keynes. IN FERRARI FILHO, F.; TERRA, F. H. B. *Keynes – ensaios sobre os 80 anos da Teoria Geral*. Porto Alegre: Tomo, p. 97-126, 2016.

- PAULA, L. F. R. de. Teoria horizontalista da moeda e do crédito: crítica da crítica. *Estudos Econômicos*, v. 33 (2), pp. 287-323, 2003.
- TERRA, F. H. B. *A dívida líquida do setor público no Brasil pós-Real: uma interpretação keynesiana*. Tese (Doutorado em Economia) – Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2011.
- TCHERNEVA, P. R. Chartalism and tax-driven approach to money. In: ARESTIS, P.; SAWYER, M. *A Handbook of Alternative Monetary Economics*. Cheltenham: Edward Elgar, p. 69-86, 2006.
- TILLY, G. *Keynes's General theory, the rate of interest and 'Keynesian' economics: Keynes betrayed*. Nova York: Palgrave Macmillan, 2007.
- TYMOIGNE, E.; WRAY, L. R. Modern Money Theory 101: A Reply to Critics. *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, n. 778. Annadale-on-Hudson: Bard College, 2013.
- TYMOIGNE, E.; WRAY, L. R. Modern Money Theory: A Reply to Palley. *Review of Political Economy*, v. 27 (1), pp. 24-44, 2015.
- WRAY, L. R. Keynes's approach to money: an assessment after 70 years. *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, n. 438. Annadale-on-Hudson: Bard College, 2006.
- \_\_\_\_\_. Keynes after 75 years: rethinking money as a public money. *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, n. 658. Annadale-on-Hudson: Bard College, 2011.
- \_\_\_\_\_. *Modern Money Theory – a primer on macroeconomics for sovereign monetary systems*. Nova York: Palgrave Macmillan
- \_\_\_\_\_. From State theory of money to Modern Money Theory: an alternative to economic orthodoxy. *Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*, n. 792. Annadale-on-Hudson: Bard College, 2014.