

Sobre o lugar de *Valor e capital* na teoria monetária*

Victoria Chick**

1. Introdução; 2. A moeda no modelo estático; 3. Teoria monetária estreita; 4. Equilíbrio temporário; 5. A dinâmica do equilíbrio temporário; 6. Conclusão.

1. Introdução

Dizer que *Valor e capital* foi um livro influente seria pouco. Para toda uma geração que aprendeu Economia antes da tradução, para o inglês, dos *Elementos* de Walras, em 1954, ou da publicação de Debreu, Arrow e Hahn, *Valor e capital* era a análise de equilíbrio geral, e a teoria da demanda também. Geoff Harcourt (1986, p. 2) classificou-o, junto com a *Teoria geral* e os *Fundamentos* de Samuelson, como um dos três maiores livros de Economia de nosso século; e não se pode discordar desta escolha. Ainda assim, *Valor e capital* não é o primeiro livro a nos vir à mente quando pensamos em teoria monetária em geral, ou na teoria monetária de Sir John Hicks, em particular. De fato, seu próprio autor chega até a desautorizar o aporte deste livro à teoria monetária: “Não acho mais que os capítulos monetários de *Valor e capital* sejam bons; não foi a partir deles, mas de um *paper* simplificado de 1935, que meu trabalho posterior sobre a moeda prosseguiu” (*Collected essays on economic theory*, v. III — daqui por diante, CEET III —, p. 360).

Apesar da opinião de seu autor — e não obstante a enorme influência de *Valor e capital* —, acredito que esta obra não influenciou a teoria monetária o bastante. *Valor e capital* ainda tem muito a nos revelar sobre teoria monetária, tanto em seus próprios termos como também com relação aos trabalhos que o antecederam e o sucederam.

*Artigo publicado em *Greek Economic Review*, 1990, v. 12. Supplement on *The monetary economics of John Hicks*, organizado por Anthony Courakis e Charles Goodhart, traduzido e publicado em português com a grata permissão do editor da Revista. Tradução de Wandyr Hagge.

**Do University College, Londres. A autora agradece a Tony Courakis, Charles Goodhart, David Laidler, Klaus Hennings e Peter Skott, por seus comentários e sugestões.

Seus antecedentes são particularmente ricos: incluem Marshall, Pareto, Wicksell e Walras. Seu autor também travou um conhecimento mais breve, porém intenso, com a *Teoria geral* (Keynes, 1936) e com o *Equilíbrio monetário*, de Myrdahl (que leu em alemão; a tradução inglesa apareceu apenas em 1939). Hicks resenhou estes dois livros. As principais influências contemporâneas foram Dennis Robertson e Erik Lindahl. (Ver a Introdução de *Valor e capital*; CEET II, ensaios 1, 4, 7 e 10; e CEET III, ensaio 31.) Entre as contribuições posteriores mais importantes está a própria obra subsequente de Sir John, apesar da passagem citada (CEET III, p. 360).

A teoria monetária, concebida em sentido restrito, lida com as propriedades da moeda. A partir dessas propriedades, passa a discutir a demanda de moeda, os tipos de moeda (ouro, crédito) e os mecanismos de oferta. De um modo mais amplo, em sentido lato, inclui tradicionalmente a determinação dos juros e dos preços. Desde Keynes, a moeda tornou-se parte integral do sistema macroeconômico. Todos esses elementos estão presentes, de alguma forma, em *Valor e capital*. Portanto, preciso ser seletivo, subjetivo e sugestivo. Não posso esperar dar um tratamento global ou trabalhar dentro dos padrões da História do Pensamento Econômico: minhas conexões não serão feitas rigorosamente. Tenho certeza de que algumas dessas conexões estarão até faltando, mesmo dentro do contexto do próprio trabalho de Sir John. (Podemos, felizmente, contar com Sir John no que diz respeito a esta última parte, embora a maneira como um trabalho aparece para alguém de fora nem sempre seja a mesma como aparece para seu autor.)

Selecionarei alguns poucos aspectos de *Valor e capital* que costumam despertar curiosidade e procurarei relacioná-los com o *corpus* da teoria monetária. Trabalharei com quatro grupos de tópicos, basicamente correspondendo a cada um dos elementos da teoria monetária delineados acima, mas em uma ordem ligeiramente diferente: 1. a estática e o numerário; 2. as propriedades da moeda e a demanda de moeda; 3. a preferência pela liquidez e os fundos de empréstimo; e, por último, 4. expectativas e estabilidade.

Concentrar-me-ei predominantemente na relação entre a teoria monetária e o método, posto que *Valor e capital* introduziu o método sueco de equilíbrio temporário na Inglaterra, desenvolvendo-o. É dentro desta moldura que a teoria monetária é trabalhada em *Valor e capital*. Mas há uma série de aspectos interessantes acerca da moeda que também podem ser discutidos no modelo estático do livro. Muito do trabalho que se seguiu poderia ter sido beneficiado pela claridade que a justaposição de dois métodos proporciona. Assim que for necessário, descreverei brevemente a versão do equilíbrio temporário existente em *Valor e capital*.

2. A moeda no modelo estático

2.1 A demanda de moeda

A parte I de *Valor e capital* refina a teoria da demanda, apoiando-se sobretudo em Marshall. Há uma ligação interessante com a *Suggestion for simplifying the theory of money* (CEET II), que foi escrita ao mesmo tempo que *Valor e capital*, e um contraste que pode ser feito com Patinkin (1958). *Simplifying* obriga-nos a aplicar, no que diz respeito à moeda, as técnicas da teoria da demanda. Só que, em *Valor e capital*, após um desenvolvimento rigoroso da teoria da demanda, afirma-se diretamente (p. 55) que a teoria exclui dois casos importantes: produção e especulação. E assim a demanda de moeda é excluída, pois “a demanda de dinheiro em si é sempre e necessariamente especulativa em sentido amplo. Não há demanda de dinheiro em si, mas somente como um meio de realizar compras no futuro.”* (*Valor e capital*, p. 54/p.56-7).

Ao contrário do que se poderia supor em um primeiro momento, não existe uma contradição tão grande com o *Simplifying*. Entretanto, no que diz respeito aos fundamentos habituais de uma teoria da demanda, a utilidade, naquele texto, é substituída por expectativas. As expectativas também são a base da teoria dinâmica da segunda metade de *Valor e capital*.

Essas exclusões, Hicks nota, aplicam-se somente “à medida que envolvem uma reação dos preços na escala de preferência do indivíduo” (*Valor e capital*, p. 54/p.57). A resposta de Patinkin para a dificuldade colocada pela ausência de independência da utilidade e do preço no caso da moeda é a de não seguir este caminho, mas de adotar a curva de demanda retangular hiperbólica, de Walras (1926, Lição 30). O resultado faz com que a demanda de moeda aparente se enquadre em um modelo estático, enquanto que, levando-se as críticas de Hicks em consideração, esse enquadramento fica mais difícil, como veremos adiante.

2.2 A troca múltipla e o numerário

Na parte II de *Valor e capital*, seguindo Walras, a teoria da demanda é generalizada para o contexto da troca múltipla. Rapidamente, surge a

* N. do T.: Todas as citações de *Valor e capital* foram transcritas da edição em português, na tradução de Dinah de Abreu Azevedo, *Valor e capital: estudo sobre alguns princípios fundamentais da teoria econômica*. São Paulo, Abril Cultural, 1984. (Série Os Economistas.) Acharmos conveniente, entretanto, indicar as páginas do original em inglês utilizado por Victoria Chick, ou seja, a segunda edição de *Value and capital*. Oxford, Clarendon Press, 1946. Assim, as referências subseqüentes apresentar-se-ão, por exemplo, da seguinte maneira: *Valor e capital*, p.54 (referência da tradução) /p.56-7 (referência do original citado pela autora).

questão de como se lidar com a moeda. Eis a resposta: “Ao se lidar com a troca múltipla, veremos a conveniência de sempre tomar uma mercadoria em particular como padrão de valor. (...) Vamos supor, no momento, que nossa mercadoria-padrão *é uma verdadeira mercadoria como qualquer outra*” (*Valor e capital*, p. 55/p.58-9, grifo nosso).

Em círculos pós-keynesianos, “tratar o dinheiro como se fosse uma mercadoria como qualquer outra” é um anátema. Mas acredito tratar-se de uma reação fora de propósito quando o assunto em questão é a *troca* e o método, a *estática*. Veremos por que daqui a pouco.

Hicks, ao contrário de muitos teóricos subseqüentes, explicitamente requer que essa moeda seja um objeto de demanda em seu próprio direito. Portanto, a moeda nesse modelo *não é* o moderno papel-moeda ou crédito, como, acredito, supõem as críticas pós-keynesianas às abordagens neoclássicas da moeda.

Mas por que não se trata de papel-moeda ou crédito? O objetivo da análise estática é a determinação de preços para um único período. Nada está sendo dito sobre expectativas de preços no futuro (ou, se se preferir, trata-se de um modelo de estado estacionário no qual os preços, no futuro, são os mesmos de hoje). Se o papel-moeda for tomado como numerário, sua demanda ao final de um período sem futuro teria sempre de ser zero. Embora isso não seja discutido em *Valor e capital*, é precisamente a “ordinalidade” do numerário moeda que salva a teoria estática, pois “as pessoas que chegam ao mercado com ofertas da mercadoria-padrão não pretendem necessariamente vender todas as unidades. Se os preços forem favoráveis, podem decidir reservar uma parte” (*Valor e capital*, p. 55-6/p. 59).

Isso legitima a demanda de “moeda” (a mercadoria-numerário), sem a qual o sistema seria sobredeterminado. A demanda não é baseada no papel monetário do bem; este papel, aliás, resume-se no de padrão de valor. Mais apropriadamente está baseada nas propriedades intrínsecas da mercadoria e de seu preço comparado com os preços dos outros bens. Não é permitido à moeda ser demandada ou ofertada na base de uma expectativa de uma mudança futura nos preços monetários: isso, nos termos de Hicks, seria especulação, em um sentido amplo. Para estudar este aspecto teríamos de aguardar a dinâmica. Logo, não existe lugar na economia estática para uma moeda sem utilidade intrínseca.

Na primeira das palestras *Two triads (Critical essays in monetary theory — CEMT)*, Hicks demonstra um dos problemas relacionados com o papel-moeda e com o crédito. Se alguém constrói um sistema no qual, em um certo momento, “o tempo pára”, ninguém desejará estar com moeda ao final. Quando não há futuro, a teoria monetária se complica, tentando estabelecer os preços finais de uma seqüência de trocas: elas podem facilmente ser infinitas ou zero ou qualquer coisa entre os dois.

É interessante que Hicks já havia chamado a atenção para esse ponto em 1933. Mas o texto no qual isso aparece só foi publicado em inglês em 1980, por insistência de Robert Clower: “Se a demanda de moeda for zero, o nível de preços será indeterminado. (...) Esta dificuldade pode, é certo, ser superada (...), se considerarmos como moeda uma mercadoria com utilidade não-monetária. O equilíbrio pode, então, ser estabelecido (formalmente)” (Equilíbrio e o ciclo, CEET II, p. 34-5).

Portanto, a escolha de uma mercadoria-como-qualquer-outra é ditada pela necessidade formal. Se tudo o que é necessário para estabelecer uma matriz coerente de preços for um padrão de mensuração, qualquer mercadoria servirá para esse propósito. Esta mercadoria-numerário não será, entretanto, a moeda tal como a conhecemos na vida real, isto é, algo geralmente aceito como meio de troca, seja esse algo uma mercadoria, papel ou crédito. Assim, a partir de *Valor e capital*, novamente: “(...) Não é necessário supor que nossos comerciantes realmente *usem* a mercadoria-padrão como dinheiro” (*Valor e capital*, p. 55/p.58, grifo nosso).

Daqui se extrai uma conclusão pura e cristalina: *o numerário não é moeda*.

Quanto esforço intelectual foi desperdiçado na confusão entre moeda contábil e moeda corrente, desde a preocupação de Patinkin com a indeterminação dos preços nominais quando não há moeda até os muitos esforços para justificar a existência de moeda moderna em sistemas de equilíbrio estático geral, começando pelo próprio trabalho de Patinkin sobre os sistemas de pagamento irregulares, passando pela literatura dos custos transacionais de Ostroy & Starr e Peter Howitt, e atingindo o seu fastígio (espera-se) com o trabalho de Douglas Gale.

Já é aceito (por aqueles que deveriam saber disso) que a moeda, na vida real, não pode ser incorporada a sistemas de equilíbrio estático geral. Frank Hahn escreve: “O desafio mais sério que a existência da moeda impõe ao teórico é este: o mais bem desenvolvido modelo da economia não consegue encontrar lugar para ela” (Hahn, 1982, p. 1).

É bom que finalmente se reconheça que a tarefa não pode ser cumprida; contudo, muito tempo poderia ter sido mais bem aproveitado se as advertências de *Valor e capital* tivessem sido ouvidas.

E não apenas os teóricos do equilíbrio geral poderiam ter-se poupado algum tempo: boa parte da crítica pós-keynesiana perdeu seu rumo ao castigar esses teóricos do equilíbrio geral e os “keynesianos IS-LM” por tratarem a moeda como um bem qualquer. Vemos, agora, que, enquanto um enquadramento estático fosse mantido como referência, não seria possível proceder de outra forma. A dificuldade estava (e ainda está) na utilização de um modelo de troca no contexto de uma teoria keynesiana. É para aí que as energias precisam ser direcionadas.

2.3 O numerário e o meio de troca

O dinheiro continua sendo um problema para o teórico do equilíbrio geral. E por um motivo que Hicks e Walras exprimiram muito bem. A passagem de *Equilibrium and the cycle*, citada anteriormente, continua assim: “*Porém os preços que serão determinados desta maneira pelas equações de Lausanne relacionam-se fracamente com aqueles que de fato seriam praticados (...) Pois, na verdade, as pessoas geralmente demandam moeda como dinheiro*” (grifo nosso).

E Walras:

“A atribuição de um papel monetário a uma mercadoria faz subir o preço da mercadoria-moeda acima daquele nível no qual ele se situaria sem a atribuição monetária” (Walras, 1926, p. 330).

Em outra parte de *Valor e capital*, tenta-se justificar o papel dos custos de transação, no que diz respeito aos agentes reterem dinheiro ao invés de títulos de crédito. O argumento é familiar: presume-se que apenas um pequeno espectro de ativos é plenamente aceito; esses são “moeda”. Se não houvesse custos de transação, quaisquer títulos poderiam ser usados.

Mas, na verdade, *qualquer coisa*, ao invés da moeda, pode ser retida e usada para efetuar trocas, rendendo, no caso de bens, não apenas juros, mas utilidade direta. O fato de que “bens (geralmente) não compram bens” (Clower, 1967) diz respeito aos termos adversos da troca que normalmente ocorrem, quando bens, ao invés de moeda, são oferecidos (Chick, 1978). Esses termos adversos surgem das diferenças intrínsecas entre as coisas, da indivisibilidade e da heterogeneidade. Estes fazem aparecer os custos de transação das trocas: precisamente a razão para a existência dos juros. A vantagem dos títulos é a padronização. Será que não se pode ver que a razão dos preços também está nos custos de transação?

Então, ao que parece, *é importante* que “nossos comerciantes realmente usem uma mercadoria-padrão como moeda”, mesmo para efeitos de teoria pura. Paradoxalmente, a mercadoria escolhida como numerário *deve* de fato circular como meio de troca, se é que a matriz de preços quer mostrar-se coerente com um mundo de mercadorias discretas (Marget, 1935, p. 170 e 1942, p. 67; Chick, 1978, p. 46-52). Os últimos dias do uso do guinéu como unidade de conta não chegam a ser um contra-exemplo, pois sua taxa de câmbio com o meio circulante era fixa. (O guinéu e a libra eram um bem composto hicksiano.)

Para que serviriam os preços “estabelecidos pelas equações walrasianas”, se eles se alteram quando a “moeda” é mais do que uma unidade de conta? Isto é, quando se reconhece que, mesmo uma mercadoria de uso prático imediato, como cigarros, atingirá um preço mais alto, se for usada como dinheiro?

A solução mais fácil — pelo menos para mim, embora eu reconheça que seria difícil para alguns! — é abandonar a teoria estática do equilíbrio geral para a economia monetária.

3. Teoria monetária estreita

3.1 A essência dos juros e a demanda de moeda

Hicks e Robertson criticavam a teoria dos juros de Keynes: foi no *Valor e capital* que se disse que a Preferência pela Liquidez “deixava os juros se defenderem sozinhos” (*Valor e capital*, p. 138/p.164). Hicks atribuiu a origem dos juros aos custos de transação: obrigações são vendidas com desconto porque não são aceitas, plenamente, como moeda e há custos envolvidos nos atos de comprá-las ou vendê-las.

A partir desta constatação, Hicks desenvolveu um aspecto da demanda da moeda que mais tarde tornaria famosos aqueles que deram a ele expressão matemática (Baumol, 1952; Tobin, 1956); títulos ou obrigações serão demandados mesmo na conta de transações (e certamente pelo motivo precaução), se eles forem mantidos por tempo suficiente ou se a taxa de juros for alta o suficiente para que os custos de transação sejam superados. Aqui Hicks mostra-se influenciado mais por Marshall do que por Walras (compare-se com a abordagem de Patinkin, que mencionamos).

Seguindo também a abordagem dos custos de transação, começaram as preocupações de Hicks com o termo estrutura das taxas de juros, pois moeda e valores são vistos em *Valor e capital* como formando um espectro de substitutos próximos e distantes. O método do equilíbrio temporário fornece a Hicks o instrumento a partir do qual ele pode dar forma à teoria das expectativas da estrutura de termo, que as teorias subseqüentes ou desenvolveram, ou qualificaram, ou combateram. O próprio Sir John tem-se demonstrado algo descrente acerca dessa teoria — *The crisis in Keynesian economics*, CKE, p. 45 — talvez porque ela foi levada a extremos; entretanto, tudo começou em *Valor e capital*.

Essas contribuições são fundamentais. Elas começaram a ser desenvolvidas por outros a partir do fim da II Guerra, atravessaram a década de 60 e ainda eram bem consideradas e motivo de debate no final da década de 60 e no início da de 70 (ver, por exemplo, a Conferência de Sheffield do Money Study Group, Clayton, Gilbert e Sedgwick, ed. 1971).

Um aspecto alentador da teoria da demanda de moeda de *Valor e capital* é que a moeda é tratada *como ela é* e não como “serviços de disponibilidade” (Walras; com ecos posteriores na Escola de Chicago através da expressão “serviços de liquidez”) ou como “balanços reais”.

Embora exista um desenvolvimento pleno dos motivos transação e precaução e uma discussão mais breve do motivo financiamento e dois motivos adicionais que não foram trabalhados subsequentelemente — acumular dinheiro, antecipando-se ao pagamento de dívidas ou aquisição de ativos financeiros — é impressionante notar que a demanda especulativa keynesiana está faltando. Aparece, ainda que escassamente, no capítulo 13; existem “especuladores no sentido estrito, que procuram obter ganhos de capital com a especulação (...)” (*Valor e capital*, p. 141/p. 169).

Afigura-se particularmente estranho que Hicks tenha-se esquivado de incorporar a especulação do tipo keynesiano em *Valor e capital*, pois, que seja lembrado, uma de suas principais críticas da economia estática é a de que ela é incapaz de lidar com a especulação e, portanto, com a moeda. O modelo de equilíbrio temporário foi desenvolvido especificamente para lidar com expectativas, de modo que seria normal que se presumisse tratar-se do hábitat natural da demanda especulativa. De fato, autores posteriores, seguindo Tobin (1958), têm interpretado a demanda especulativa em termos de uma expectativa inelástica (hicksiana). Em vez disso, por serem orientadas para o futuro, as transações por motivo precaução dominam, no lugar da demanda especulativa.

A idéia de que poderia haver uma demanda de investimento por moeda improdutiva ou relativamente improdutiva¹ era nova à época de *Valor e capital* e “bastante chocante para alguns dos primeiros leitores (de Keynes)”. Teria sido difícil incorporá-lo em um livro cujo processo de escritura já estava adiantado. Mas — ao que me parece — Hicks esquivou-se da demanda especulativa de um modo ou de outro em todos os seus trabalhos subsequentes até muito recentemente (ver *Solidity, and fluidity and liquidity*, CEET II, Ensaio 19, parte III; o ensaio foi escrito em 1981!). Na segunda *Triad lecture* (CEMT, p. 27-31) a demanda especulativa transformou-se em uma garantia contra a incerteza que existe, mesmo quando, em média, não há mudanças esperadas no preço dos valores. Trata-se, para mim, do comportamento chamado de demanda de moeda como ativo, tal como nos chegou através de Tobin (1958), muito mais do que uma decisão baseada em uma visão particular dos valores futuros das obrigações. Os especuladores de Keynes não apenas tentam evitar perdas de capital como também agem com o intento de aproveitar as flutuações em benefício próprio: “eles estão lá para fazer ganhos de capital”.

¹ Embora Hicks enfatize em diversos lugares a propriedade da moeda de não pagar juros como sua particularidade distintiva, pelo menos uma vez (CEMT, p. 27) ele apela para a relativa estabilidade do valor da moeda como capital que, em minha opinião, é sua propriedade mais importante do ponto de vista da demanda especulativa. (Ver Keynes, 1936, p. 167, n.1.)

A mesma transformação ocorre na terceira *Triad lecture* (CEMT, p. 44-9), embora a especulação contra uma autoridade monetária irresoluta apareça (p. 54). Percebo agora que esse fenômeno também aparece na última seção da Conferência, quando Sir John fala de “mercados especulativos que são perturbados por aversão ao risco” (p. 57), ele pode não estar querendo dizer, como antes, aversão ao risco no sentido de Tobin, onde o risco é simétrico, mas sim uma expectativa específica de queda nos valores de capital do tipo keynesiano. É difícil afirmar isso.

Na terceira *Triad* argumenta-se (p. 58) que não é plausível supor a existência de quaisquer efeitos de longo prazo da especulação como tal, e outro mecanismo é proposto a fim de dar um piso para a taxa de juros no longo prazo. Em contraste, no CKE a validade da demanda especulativa está limitada ao longo prazo (p. 35-6).

Hicks chamou o capítulo 12 da *Teoria geral* de “bastante perverso”, por descrever a especulação de forma “tão irracional” (*Economic perspectives* — EP, p. 126). O ponto é repetido, de um modo mais suave, em CEET III (p. 350). Seria esta a chave? — que a especulação solta o caos em um mundo que se comportaria outrossim de modo razoavelmente ordeiro?

3.2 Volição e demanda de transações

Há uma contradição básica inerente à demanda de transações de moeda que foi apresentada, possivelmente pela primeira vez, em *Valor e capital* e que volta à tona no trabalho de Sir John. Outros autores não se preocuparam com isso. Mas deveriam.

A demanda de transação de moeda é o local onde a aceitabilidade geral da moeda desempenha seu papel mais completamente: aceita-se moeda em troca de — aliás, como *pagamento* por (Shackle, 1961) — bens vendidos; mas nada indica que a aceitação dessa demanda de moeda vá sustentar-se por um período de tempo significativo. É possível que o agente tenha a intenção de reter a moeda recebida somente até a próxima transação, ou então pode desejar ficar com ela por algum tempo. As intenções do agente são ocultas; não são reveladas por suas atitudes. É mesmo possível que suas intenções não sejam claras (se os pagamentos ocorrem em intervalos imprevisíveis). Fica difícil sustentar o próprio conceito de demanda nestas circunstâncias.

Só se pode inferir uma demanda de transações de moeda se o mesmo padrão se torna recorrente: quando esse padrão é observado um bom número de vezes de modo que se possa distinguir o padrão dos resultados dos — para perpetuar a tradição folclórica da teoria monetária — encontros aleatórios com os comerciantes. (O número de observações necessárias depende da complexidade do padrão. Niehans (1978) demonstrou, se é que ainda tínhamos dúvidas, que qualquer configuração de gastos e receitas fornecerá uma demanda de transações determinada, desde que seja suficientemente repetitivo.)

A moeda que se tem em mãos em qualquer período particular de tempo, portanto, pode ser ou *demandada* ou pode simplesmente ter sido *aceita*. É possível mesmo dizer que a marca registrada da aceitabilidade geral é o divórcio entre os balanços monetários, mantidos em um determinado ponto no tempo — especialmente o fim de um período —, e sua demanda.

Mas como descrever esta situação? Em um primeiro momento, apenas a demanda conta como volição; a aceitação durante o processo de troca está mais ou menos fora de controle. Em um segundo momento, aceita-se a moeda durante o negócio de boa vontade, embora, na linguagem de trabalhos posteriores de Hicks, esta aceitação não constitua volição.

Os dois aspectos da demanda de transações são verdadeiros, apesar das aparências contraditórias. Há que aceitá-los a ambos. Sir John — e eu posso ter perdido algumas pistas vitais —, *aparentemente*, vacila entre ambos. A posição assumida no *Simplifying*, de que a moeda poderia ser analisada de acordo com os princípios gerais da teoria da demanda, com antecipações substituindo preços correntes, aparenta nitidamente estar em oposição com a conclusão do primeiro dos *Critical essays* de que a demanda de transações talvez não devesse ser encarada como voluntária.

Esta tensão já se refletia em *Valor e capital*. Compatível com sua escolha cuidadosa de uma mercadoria-numerário servindo apenas como unidade de conta em um modelo estático, a restrição orçamentária neste contexto pode ser traduzida por:

“Demanda de mercadoria-padrão = Receitas provenientes da venda de outras mercadorias – Despesas com a compra de outras mercadorias” (*Valor e capital*, p. 56/p. 59), enquanto, mais tarde, quando por causa de se estar lidando com um modelo intertemporal torna-se possível adquirir moeda moderna (a moeda transformou-se automaticamente em balanços em moeda, “a demanda do padrão” se torna “aquisição de dinheiro através de comercialização” (*Valor e capital*, p. 131/p.156).

Vinda de qualquer outra pessoa, essa troca poderia ser acidental, mas pode-se ter certeza de que Sir John Hicks escolhe suas palavras com o maior cuidado e habilidade.

A diferença descritiva — demanda *versus* aquisição mediante troca — é adequada ao método dentro do qual cada uma se encontra inserida. Como já foi discutido, em um modelo de um período não há lugar para predisposição em aceitar moeda sem intenção de mantê-la. Entretanto, na medida em que esse período passe a ser visto como um em uma série de períodos no curso do tempo, torna-se racional adquirir moeda, mesmo sem que se tenham intenções de retê-la: isto é, a moeda, mesmo a moeda não-mercadoria, pode tornar-se “plenamente aceitável”.

A moldura do trabalho intitulado *Simplifying* é portfólio-teórica: a demanda de moeda deve ser analisada (como Harry Johnson costumava

dizer) como parte da teoria do capital, com as compras intencionais de bens de consumo contabilizadas na folha de balanços. (Seu parente mais próximo é seguramente o Restatement of the quantity theory [1956], de Friedman; a Escola de Yale restringe sua carteira a itens de capital definidos de um modo estrito). No Simplifying, a demanda de moeda é a demanda em um ponto no tempo. Como tal, poderia parecer eminentemente adequada como uma base para a incorporação da moeda em uma teoria estática. Mas a habilidade de qualquer moldura de um período de incorporar a demanda de transações é limitada, como já vimos.

Ativos adquiridos em transações voluntárias *podem* ser consistentes com a teoria estática, mas apenas quando a teoria é interpretada como um modelo de estado estacionário. Neste caso, a demanda de transações não precisa estar relacionada com um ponto no tempo (jamais o fim do período!), mas antes como ativos médios demandados. Refiro-me aos ativos médios verdadeiramente demandados, e não apenas adquiridos. E isso na certeza de que o estado estacionário os fornece (ou forneceria, se tal estado existisse). As demandas de transação, em oposição às meras aquisições por troca, necessitam de um pouco de *tempo* e bastante certeza para funcionar. (Sobre o conflito entre demanda de transações e considerações de carteira, ver Chick, 1981.)

Mas a economia estática de *Valor e capital* não foi concebida para dissecar o estado estacionário, uma construção teórica sem muita utilidade na concepção de seu autor: ele a chamou de uma “fuga” (*Valor e capital*, p. 101/p. 117) do tema central dos preços esperados. Marshall, por outro lado (Hicks afirma na mesma passagem), “concentra-se no caso em que essas dificuldades (de expectativas) são mínimas”. (Sim, exceto no caso da moeda!) O modelo estático de *Valor e capital* é um modelo de um período, a demanda de moeda é uma demanda de reserva, não uma demanda de transações.

Qual, então, seria o *status* da abordagem “voluntarística” de Cambridge para os balanços de transação, que fundamenta a discussão da demanda de moeda em *Valor e capital*, mas que Hicks explicitamente rejeita na primeira de suas *Triads* (CEMT, p. 16) e parece continuar rejeitando no modelo de equilíbrio temporário de *Valor e capital*? E por que ele a rejeita?

Eu diria que ele a rejeitou por duas razões relacionadas ao método do equilíbrio temporário. Já é hora de se discutir esse método. E voltaremos oportunamente à questão da demanda de moeda.

4. Equilíbrio temporário

4.1 O método e suas propriedades

O método do equilíbrio temporário é direto, orientado para o futuro e, conseqüentemente, é dinâmico, no sentido de que as expectativas dos preços

futuros podem influenciar as decisões de oferta e demanda atuais. As trocas ocorrem em uma “segunda-feira”, até a oferta e a demanda se igualarem e os preços de equilíbrio permanecerem fixos no período.

O período de equilíbrio temporário é semelhante, mas não idêntico, ao período de mercado de Marshall. (Hicks rejeita a classificação tripartite dos períodos, de Marshall — *Valor e capital*, p. 104/p. 122. E isso acaba sendo um fator importante.) Como no período de mercado, a oferta total não pode ser aumentada. Mas, em contraste com os mercados de “peixe”, bens (e moeda) podem ser deixados para o “dia” seguinte.

O conceito de equilíbrio que se liga a esse método reflete esta diferença com relação ao período de mercado: “Há sentido em dizer que as ofertas correntes e as demandas correntes estão sempre equiparadas em condições competitivas. É verdade que é possível haver estoques não vendidos nas lojas; mas não estão sendo vendidos porque as pessoas preferem esperar pela oportunidade de vendê-los numa data futura a reduzir os preços para poder vendê-los agora” (*Valor e capital*, p. 112/p. 131).

(Encontramos aqui os fundamentos da teoria do emprego de Phelps e Lucas! É uma pena que a semana hicksiana pareça ser tão longa em um contexto de desemprego.)

A força do método de equilíbrio temporário está no fato de se poder aplicar o método estático aos problemas que envolvem expectativas de preços futuros. Em contraste com a estática pura, esses preços futuros não são os mesmos que os preços correntes. E esse método insere-se no bojo da questão mais ampla do progresso através de diversos períodos — tantos quantos se deseje. [O método do equilíbrio intertemporal concebido por Hayek (1928) e Lindahl (1929) permite que o número de períodos seja infinito, ainda que a abordagem se torne mais complicada. Ver Hansson, 1982, cap. 4, esp. p. 59-60.] O equilíbrio não necessita mais que os preços sejam estáveis ao longo do tempo, como no estado estacionário: tudo o que é necessário é que os preços esperados no início do período sejam realizados em seu fim. Um conceito como o de equilíbrio inflacionário, que na análise estática é uma contradição em termos, encontra lugar aqui.

O mundo do equilíbrio temporário é um mundo no qual as pessoas agem de acordo com suas expectativas; não é um mundo de tomadores de preços. Ainda assim, *Valor e capital* trabalha o tempo todo com a hipótese da competitividade.² Nesse sentido, o equilíbrio temporário é muito keynesiano. (Registram-se, entretanto, diversos outros aspectos definitivamente não-keynesianos; mas isso será abordado mais tarde.) As maneiras pelas quais o desequilíbrio pode apresentar-se incluem a possibilidade de que,

² Esta declaração não é inconsistente: o fato de as muitas firmas pequenas serem “competitivas” não implica que elas sejam tomadoras de preços. (Ver Chick, 1983, p. 83-8.)

mesmo que as expectativas sejam consistentes, os planos baseados nelas possam não sê-lo; e, mesmo que sejam, que os resultados dos processos técnicos de produção possam não ser corretamente previsíveis (*Valor e capital*, p. 113-4/p.133-5). Temos aqui dois precursores daquilo que Keynes teria chamado de *equilíbrio* de desemprego.

Precursores, disse, mas o método do equilíbrio temporário não nos conduzirá aos resultados de Keynes. Uma interpretação de “os resultados dos processos de produção sendo incorretamente previstos” é que a disposição dos trabalhadores para consumir e trabalhar não leva em conta (trabalhadores não prevêem) os custos das firmas nem o nível necessário de lucro.

Este aspecto dos “processos técnicos de produção” é, na linguagem keynesiana, o preço de oferta do produto como um todo. Os gastos de pleno emprego podem ser inconsistentes com os volumes de lucros necessários. Isto seria suficiente para causar um desemprego keynesiano. Se o volume de venda das firmas fosse igual ao volume esperado, um keynesiano chamaria esse resultado de equilíbrio de desemprego, à moldura do equilíbrio temporário chamaria de desequilíbrio de desemprego — uma descrição diferente da mesma situação. A diferença provém, em última análise, de uma escolha, da parte de Hicks, de um período curto demais para que sejam admitidas mudanças no produto, e, conseqüentemente, da incapacidade de serem geradas as expectativas empresariais auto-realizáveis que tanto problema causam na obra de Keynes.

Na presença da existência de um considerável corpo de opinião que acredita que a teoria de Keynes seja de equilíbrio temporário e preços fixos, talvez seja bom que se esclareça a questão da periodização. Outro motivo para se debaterem essas sutis causas de des/equilíbrio é o de chamar a atenção para a sua omissão surpreendente na teoria neoclássica do emprego.

4.2 Equilíbrio temporário e demanda de moeda

Estamos, agora, em condições de abordar a questão da “aquisição de dinheiro através de comercialização”. No método do equilíbrio temporário isto é resolvido estabelecendo-se a posição de equilíbrio para um período apenas, mas com a possibilidade de se transportarem os ativos para períodos subseqüentes. O agente pode desejar manter suas ações baseado no palpite de que seus preços no futuro serão melhores do que os de hoje. Se o ativo é a moeda, o agente pode resolver mantê-la parcialmente, na expectativa de que os preços futuros se modifiquem, e parcialmente, em função da conveniência de lidarmos com balanços de transação.

Contraste este comportamento de retenção de moeda com a representação normal da demanda de um indivíduo de balanços de transação. Nestes casos, uma vez que os fluxos de receita e despesa estejam assegura-

dos, o balanço de transações se exaure ao final de um período de receita: ao final de um período de transações, os ativos devem somar zero. Em termos macroeconômicos, uma vez que os períodos de renda de cada agente sejam diferentes, o montante retido é igual ao total do balanço de transações, resultado de congelar a velocidade da circulação em um dado momento no tempo.

Essas construções fazem sentido em um estado estacionário, mas não em um modelo de um período ou tampouco em um modelo — como o de equilíbrio temporário — em que se permite que os preços futuros sejam diferentes daqueles praticados hoje. Dados preços futuros incertos, um dado balanço de caixa do final de período é provavelmente retido em parte contra a possibilidade de um aumento do valor da moeda, parcialmente por causa da “aquisição líquida de dinheiro através de comercialização”. Não podemos estar seguros disto. Entretanto, a “aquisição líquida de moeda mediante transações” é consistente com expectativas estáveis, bem como com expectativas cambiantes e, assim, trata-se de uma melhor caracterização para os balanços de fim de período, quando não podemos distinguir os dois componentes.

4.3 Tomando emprestado e emprestando

Talvez a parte da teoria monetária que a maioria das pessoas associaria mais de perto a *Valor e capital* fosse sua demonstração, valendo-se da Lei de Walras, de que é indiferente que as taxas de juros sejam determinadas em um mercado monetário ou em um mercado de valores. Chamo isso de “Teorema da Equivalência de Hicks”, uma vez que suas intenções eram demonstrar que as teorias sobre a preferência pela liquidez e sobre os fundos de empréstimo eram equivalentes e justificar as acusações de Hicks de que havia um falso debate em curso.

Hicks não teve sucesso: muitos debates ainda ocorreram, tentando restabelecer a diferença entre essas teorias. Atentavam para a existência de fluxos e estoques.³ Mais tarde, uma estranha versão da preferência pela liquidez, chamada de demanda em ativos de moeda, parecia triunfar finalmente, e a teoria dos fundos de empréstimo desapareceu por completo.

A tese da ressurreição (revitalização) da teoria dos fundos de empréstimo foi defendida por Leijonhufvud (1981). Conclui-se, portanto, que ele deve

³ No início deste debate está um dos fragmentos de escrita de Sir John que mais me agrada: “Sobre as misérias provocadas pela busca de uma uniformidade não existente veja-se a controvérsia Somers-Klein, em *Econometrica* (...) e a longa caçada que começou e atravessou vários periódicos desde que a lebre foi solta por Don Patinkin” (CEET II, p. 230-1, n. 10). Uma bibliografia pode ser encontrada em Harris (1981). Uma fase posterior do debate, envolvendo Clower, Clower e Bushaw e Cliff Lloyd, está sumariada em Shackle (1961).

acreditar que existe uma diferença. Tendo a concordar: mesmo sabendo que o Teorema da Equivalência não pode ser refutado em seus próprios termos.

Logo, há que colocar em questão os termos em si. Examinemos, pois, o teorema de perto e prestemos muita atenção tanto ao seu método quanto às suas hipóteses.

Há dois conjuntos de hipóteses. Primeiro: uma economia de pronta entrega onde os empréstimos são tomados no curto prazo. Com isso se quer dizer que “todos os contratos passados são liquidados assim que o mercado se abre” (*Valor e capital*, p. 130/p. 154).

Os empréstimos têm vigência apenas de uma segunda-feira para a outra; a taxa de juros (para uma semana) é determinada em função dos planos correntes dos agentes e à luz desses planos e das expectativas. O equilíbrio temporário garante a igualdade entre a oferta e a procura na segunda-feira. Não há mudança global na oferta de moeda; portanto, para a comunidade como um todo, quando os mercados de bens e serviços (incluindo os recebimentos de juros) estão em equilíbrio. O equilíbrio *ou* do mercado monetário *ou* das atividades de emprestar e tomar emprestado é suficiente para determinar as taxas de juros. Basta que um dos mercados funcione; não importa qual seja.

Então uma hipótese oposta é adotada: uma economia de pronta entrega com empréstimos de longa duração. Os valores são, na verdade, perpétuos. Agora, para a comunidade como um todo, basta ou a equação da moeda ou a reavaliação do estoque (permanente) de valores.

O problema é que essas hipóteses sobre os valores são, de fato, extremadas. E, como já vimos, uma aquisição líquida de dinheiro através de comercialização igual a zero não é a mesma coisa que a igualdade entre a oferta e a demanda de moeda.

A primeira observação é mais interessante. A teoria dos fundos de empréstimos aproximadamente se adapta à economia completamente de pronta entrega: a aquisição de valores tende a ser igualada com o ato de emprestar e a venda, com o de tomar emprestado. Esta equação se justifica se, como no caso dos empréstimos “a curto termo”, não se permitir que nenhum débito seja transportado de uma semana para a outra. A moeda é trazida para dentro da teoria dos fundos de empréstimo através de variações no volume dos balanços ociosos; a moeda, então, é transportada de uma segunda-feira para a próxima. Se a moeda não estivesse lá para complicar as coisas, teríamos uma economia de fluxo puro, idealmente adequada para as inferências sobre os resultados de um dia de mercado.

A teoria da preferência pela liquidez aproxima-se mais do segundo cenário. (Ver *Valor e capital*, p. 135/p. 162, nº 1, para um relato das discussões entre Hicks e Keynes sobre o assunto.) A poupança pode migrar para o mercado de valores quando muito poucas (ou muitas) novas emissões

estiverem em oferta, e provocar os preços dos títulos a subir (ou cair). A opção de lidar com a determinação das taxas de juros pelo lado da moeda foi a maneira que Keynes encontrou para garantir que o motivo transação para a liquidez tivesse seu efeito na taxa de juros, ao lado dos motivos que se aliaram com a poupança. Entretanto, fica complicado para o método do equilíbrio temporário lidar com uma demanda genuína de moeda, e não com aquisições líquidas por transações. Já mostramos por quê: trata-se de um conceito desenvolvido (e idealmente adaptado) para o método do estado estacionário, que *Valor e capital* deixa bem para trás.

5. A dinâmica do equilíbrio temporário

5.1 Elasticidade das expectativas e a estabilidade do sistema

O conceito da elasticidade das expectativas foi (como todos sabem) concebido em *Valor e capital*, com a finalidade de possibilitar que se levassem, formalmente, em consideração os preços futuros na determinação dos preços de equilíbrio de hoje. Trata-se de uma técnica poderosa de que Hicks se utiliza para analisar uma gama de problemas estáticos. Inclui-se aqui a agora bem conhecida demonstração dos efeitos renda e substituição de uma mudança nas taxas de juros; demonstração essa superior à abordagem de Tobin (1958), dado que lida com a determinação do resultado líquido dos efeitos contraditórios relativos ao horizonte de despesas dos agentes, ao invés de prescrever tipos psicológicos (como preferência ou aversão ao risco). As aplicações mais interessantes do conceito dizem respeito à estabilidade. É razoavelmente óbvio que, se a elasticidade das expectativas for zero (se todas as mudanças nos preços forem consideradas temporárias), a substituição intertemporal das demandas é estabilizadora: uma alta nos preços correntes adiará a demanda para o futuro. A linha de fronteira da instabilidade aproxima-se quando a elasticidade é unitária: “As oportunidades de substituição duradoura continuarão existindo desde que uma variação dos preços correntes altere os preços esperados menos que proporcionalmente (...) Quando essas elasticidades se tornam iguais a um, não há mais oportunidades para a substituição duradoura” (*Valor e capital*, p. 203/p. 251).

Hicks chama a atenção para a plausibilidade dessa hipótese — equivalente a presumir que se espera que as mudanças correntes persistam — que é usada com frequência e de maneira normalmente implícita. Observei encantada a nota de pé de página: “O hábito de trabalhar em termos reais sem dúvida estimula isso” (*Valor e capital*, p. 203/p. 251, nº 6).

Hicks prossegue: “O fato de as primeiras explorações dos economistas no campo da dinâmica terem-se dado sobre esse solo instável explica muito

da confusão da 'teoria monetária' durante o século atual" (*Valor e capital*, p. 203/p. 251).

Hicks toma como exemplo o processo cumulativo de Wicksell. Demonstra que o sistema de Wicksell se apóia na fronteira entre a estabilidade e a instabilidade.

(Uma observação interessante pode ser feita aqui sobre os antecedentes de *Valor e capital*: o método do equilíbrio temporário desenvolveu-se a partir de Myrdahl, mas Myrdahl, que via seu *Monetary equilibrium* como uma "crítica imanente" a Wicksell, não quis [ou não pôde], na ausência desse instrumento efetivo, fazer esta carga contra a teoria de Wicksell.)

Hicks argumenta que o critério (de equilíbrio) para a igualdade das taxas de juros "natural" (real) e monetária. "(...) revela que ele (Wicksell) pensava nos casos em que as elasticidades de expectativas são iguais a um.⁴ (...) Em condições de equilíbrio, a taxa de juros particular corresponde a uma relação particular entre os preços correntes em geral e os preços esperados em geral. Quando (se) a taxa de juros baixa (...) (se) os preços esperados sobem *pari passu* (...) os preços correntes podem nunca ficar em dia" (*Valor e capital*, p. 204/p. 252).

Aqui está o "processo acumulativo". Se os preços esperados não respondessem, o sistema permaneceria estável.

Espero que os motivos pelos quais escolhi este aspecto de *Valor e capital* para discussão sejam óbvios. Parece-me claro que a *perplexidade continua*, e muito pelas mesmas razões. Penso, em particular, na literatura do início dos anos 70, que apoiava a proposição de que devemos aprender a conviver com a inflação, salva (?) pela revolução das Expectativas Racionais que reconduziu o debate para a economia estática.

6. Conclusão

É crença generalizada que *Valor e capital* trouxe a economia walrasiana — com ligeiras alterações e grande refinamento — para a Inglaterra. Na verdade, muito mais é devido a Myrdahl e Lindahl, mas, ainda assim, a obra vai além deles. O custo de avançar por novos territórios é o de que velhos conceitos não funcionam bem neles. No que diz respeito à teoria monetária,

⁴ Talvez seja de utilidade estabelecer primeiro a conexão entre instrumentos de débito e preços esperados. Suponha que tenhamos empréstimos de uma semana. Então o mercado estabelece a taxa de juros para uma semana. Os planos, entretanto, dependem das taxas de juros que se esperam vigir nas semanas futuras. Se essas taxas de juros esperadas, bem como os preços esperados, forem dados, então os preços descontados das mercadorias futuras são dados. Descontar esses preços para a semana corrente através da taxa de juros de mercado não modifica a razão de seus preços. Mas eles podem ser tratados como uma mercadoria composta, chamada de "valores". Seu preço é a taxa de desconto para uma semana. (Minha discussão resume-se a uma paráfrase de *Valor e capital*, p. 250.)

isto se aplica basicamente à besta intratável da demanda de transações de moeda.

A maior parte do que resta de meu relato extremamente pessoal aponta para lições presentes no livro, mas não aprendidas ou assimiladas. Ou que foram assimiladas apenas à custa de muita dor e dificuldade. São lições que lidam basicamente com a relação entre o estudo da moeda e o método utilizado para estudá-la. Ou lidam com material, particularmente na área da demanda de moeda, material esse que estava em Hicks antes de ser formalizado nas décadas de 50 e 60. “Estava tudo em Hicks.”

Penso que o interesse deste último aspecto é sobretudo histórico. As questões técnicas foram resolvidas e os problemas mais urgentes giram em torno da noção de liquidez, que Sir John muito contribuiu para refinar e esclarecer, e da oferta de moeda em um regime monetário, que mudou fundamentalmente.

Enquanto teóricos da moeda, entretanto, as questões de método levantadas em *Valor e capital* nos são atualmente de importância absolutamente vital. Não estamos mais no *ghetto* que a teoria clássica julgou que estávamos. Que parcela da teoria do equilíbrio geral reivindica ser de “equilíbrio temporário”? A maior parte. E como ela aborda as expectativas? A reação de um dos especialistas sugeriria a resposta — “com temor” —, se não conhecêssemos seu estilo bem-humorado: “Uma vez que os mercados futuros são incompletos, coisas terríveis acontecem com a teoria. Não haverá trocas, na economia, em qualquer momento (...) As ações dos agentes, em qualquer data, dependerão de suas crenças sobre os eventos futuros” (Hahn, 1982, p. 132-3).

Como modelar estas expectativas? Antes das expectativas racionais, quase todos recorriam à hipótese conveniente da elasticidade unitária, sem considerar o alerta de *Valor e capital*.

Mais importante do que a preocupação com a possível instabilidade do modelo é a pergunta: será que é o modelo que queremos para nossos propósitos? Mas só podemos decidir isso se conhecermos as propriedades do modelo. Parece haver evidência de que nem sempre sabemos que propriedades são essas. E que lugar seria melhor para aprender mais sobre as propriedades sutis da teoria do equilíbrio temporário do que *Valor e capital*, que tem a vantagem enorme de ter sido escrito em inglês legível. (Isso era uma vantagem inicialmente e essa vantagem manteve-se apesar da posterior inundação de textos matemáticos.)

Referências bibliográficas

Nas citações do trabalho de Sir John Hicks empregou-se a sistemática de abreviações que ele próprio utilizou no seu *Collected essays*; por exemplo: CEET, CKE, CEMT, EP, VC.

CEET: *Collected essays in economic theory*, Basil Blackwell, Oxford. 3v. v. I, *Wealth and welfare*, 1981; v. II, *Money, interest and wages*, 1982; v. III, *Classics and moderns*, 1983.

CKE: *The crisis in Keynesian economics*. Basil Blackwell, 1974.

CEMT: *Critical essays in monetary theory*. The Clarendon Press, Oxford, 1967.

EP: *Economic perspectives*. The Clarendon Press, 1967.

VC: *Value and capital*. The Clarendon Press, 1939. 2. ed. 1946. As páginas referidas neste nosso trabalho são da 2ª edição de VC.

Simplifying ou the simplification paper referem-se a A suggestion of simplifying the theory of money. *Economica*, Feb. 1935. Reimpr. em CEET I e CEET II.

Uma bibliografia completa do trabalho de Sir John Hicks aparece no final de CEET III.

Referências adicionais

Baumol, J. The transactions demand for cash: and inventory-theoretic approach. *Quarterly Journal of Economics*, 1952.

Chick, V. Unresolved questions in monetary theory, a critical review. *The Economist*. 126(1), 1978.

_____. On the structure of the theory of monetary policy. In: D. Currie et alii eds. *Macroeconomic analysis: current problems*. Croom Helm, 1981.

_____. *Macroeconomics after Keynes*. Philip Allan, 1983.

Clayton, G; Gilbert, J. & Sedgwick, R. *Monetary theory and monetary policy in the 1970s*. Oxford University Press, 1971.

Clower, R. W. A reconsideration of the microfoundations of monetary theory. *Western Economic Journal*, 6, 1967.

Friedman, M. The quantity theory of money: a restatement. In: Friedman, ed. *Studies in the quantity theory of money*. University of Chicago Press, 1956.

Gale, D. *Money in equilibrium*. Cambridge University Press, 1982.

_____. *Money in disequilibrium*. Cambridge University Press, 1983.

Hahn, F.H. *Money and inflation*. Blackwells, 1982.

Harcourt, G.C. *Controversies in political economy*. In: Hamouda, O. F., ed. Wheatsheaf Books, 1986.

Hansson, B.A. *The Stockholm school and the development of dynamic method*. Croom Helm, 1982.

Hayek, F. Das intertemporale gleichgewichtssystem. *Weltwirtschaftliches Archiv*, 32, 1928.

Harris, L. *Monetary theory*. McGraw-Hill, 1981.

Howitt, P. Walras and monetary theory. *Western Economic Journal*, Dec. 1973.

Leijonhufvud, A. The Wicksell connection. In: _____, ed. *Information and coordination*. University Press, 1981.

Lindahl, E. Prisbilningsproblemet fran kapitalteoretisk synpunkt. *Ekonisk Tidskrift*. 1929. Trad. de Lindahl, E. *Studies in the theory of money and capital*. George Allen & Unwin, 1939. Part III: The place of capital in the theory of price.

Keynes, J. M. *The general theory of employment, interest and money*. Macmillan, 1936.

Margat, A. W. The monetary aspects of the Walrasian system. *Journal of Political Economy*, 43, 1935.

_____. *The theory of prices*. Prentice-Hall, 1942. v. 2.

Myrdahl, G. *Monetary equilibrium*. Trad. R.B. Bryce & N. Stolper. William Hodge, 1939.

Niehans, J. *The theory of money*. Johns Hopkins University Press, 1978.

Ostroy, J.M. The informational efficiency of monetary exchange. *American Economic Review*, 63, Sept. 1973.

_____. & Starr, R.M. Money and the decentralization of exchange. *Econometrica*, Nov. 1974.

Patinkin, D. *Money, interest and prices*. Harper & Row, 1958. (2 ed. 1965.)

Shackle, G.L.S. Discussion. In: Clayton et alii, op. cit.

_____. Recent theories concerning the nature and role of interest. *Economic Journal*, 1961.

_____. Liquidity preference as behavior toward risk. *Review of Economic Studies*, 25, Feb. 1958.

Tobin, J. The interest elasticity of transactions demand for cash. *Review of Economics and Statistics*, 1956.

Walras, L. *Elements of pure economics*. Trad. Wm. Jaffe, 1954. George Allen & Unwin, 1926. A data deste livro de Walras é a da edição definitiva.