



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
INSTITUTO DE ECONOMIA

STELLA HARUMI OKUMURA

**As interpretações sobre as responsabilidades de um banco central no fornecimento de  
liquidez: a contribuição de Henry Thornton**

Campinas

2014



UNIVERSIDADE ESTADUAL DE CAMPINAS  
INSTITUTO DE ECONOMIA

STELLA HARUMI OKUMURA

**As interpretações sobre as responsabilidades de um banco central no fornecimento de  
liquidez: a contribuição de Henry Thornton**

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, como parte dos requisitos exigidos para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas, sob a orientação do Prof. Dr. Maurício Chalfin Coutinho.

**Campinas**

**2014**

**Campinas**

**2014**

OKUMURA, S.H. **As interpretações sobre as responsabilidades de um banco central no fornecimento de liquidez:** a contribuição de Henry Thornton. 58 folhas. Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) – Instituto de Economia. Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2014.

*Ao meu pai, por me ensinar a sorrir mesmo nos  
momentos mais difíceis.*

## AGRADECIMENTOS

Penso que, depois da introdução e da conclusão, esta seja uma das partes mais difíceis na elaboração de uma monografia – ou qualquer outro trabalho de conclusão de curso. Há muito a agradecer pelos quatro anos em que pude começar a desvendar os mistérios da economia, tarefa que, ao contrário do que diz o senso comum, apenas se inicia com o curso de graduação. Embora muitas pessoas tenham tido importância decisiva para minha formação como economista, temo cometer alguma omissão indesculpável. Por esta razão, ainda que eu não indique nominalmente a todos a quem sou grata, gostaria de transmitir meu carinho e gratidão por todos aqueles que me apoiaram de algum modo neste período.

Agradeço primeiramente ao meu orientador, professor Maurício Coutinho, por me guiar em minha iniciação científica e monografia, sempre com muita dedicação e paciência. Muito obrigada por me receber em sua sala a cada dúvida, mesmo nos procedimentos burocráticos – os “ossos do ofício” da pesquisa. Ainda que eu siga por outras veredas daqui em diante, não me esquecerei do que aprendi ao longo de quase três anos de trabalho conjunto.

Em segundo lugar, gostaria de manifestar minha gratidão aos professores que contribuíram para meu crescimento não somente intelectual, mas também pessoal e moral. Em especial, agradeço àquelas e àqueles que *de facto* valorizam a atividade didática e acreditam no papel primordial da educação universitária de formar cidadãos. Desejo que continuem inspirando mais jovens a pensar a realidade e a transformá-la, por mais difícil que isso seja no nosso tempo.

Também gostaria de agradecer aos funcionários do Instituto de Economia, em especial da biblioteca, os quais estiveram presentes no meu dia-a-dia com um sorriso no rosto e muita disposição para ajudar os estudantes perdidos entre as prateleiras. Além disso, sou grata ao Instituto de Economia e à Unicamp pela oportunidade de estudar em uma das melhores universidades do país, bem como à sociedade que a mantém. À FAPESP, agradeço pelo financiamento de minha iniciação científica, permitindo a elaboração posterior deste trabalho monográfico.

Por último, mas não menos importante, vão meus agradecimentos aos familiares e aos amigos que estiveram comigo nas horas boas e – principalmente – nas ruins. Ao meu pai, a quem dedico esta monografia, agradeço pelos conselhos nos momentos de dúvida existencial e pelo bom humor com o qual tenta me animar. À minha avó Nena, pelo carinho e por aguentar as saudades entre um final de semana e outro.

Quanto aos meus amigos, obrigada pelos momentos divertidos no dia-dia e por me darem força quando tenho vontade de jogar tudo para o alto. Sei que não estarei sozinha no mundo enquanto vocês estiverem por perto. Em especial, agradeço ao Pier pela dádiva de sua amizade, a qual é extremamente preciosa para mim; e também por ter lido esta monografia, corrigindo possíveis erros de estilo e formatação. Enfim, gostaria também de agradecer as seguintes pessoas muito especiais em minha vida: Regiane, Laryssa, Giovanna, Camila, Marília, Nayana, Renata, Jefferson e Lucas.

## RESUMO

Este trabalho analisa as principais contribuições de Henry Thornton para a teoria monetária, especialmente aquelas relacionadas ao papel de um banco central. O principal objetivo é argumentar que Thornton demonstrou que um banco central é responsável por regular a liquidez em uma economia, bem como fornecer os recursos necessários aos bancos durante um pânico, evitando uma crise de maiores proporções. Em primeiro lugar, descrevemos como o sistema bancário inglês se apresentava no século XVIII, sendo composto pelo Banco da Inglaterra, pelos bancos do interior e pelos bancos privados de Londres. Então foi necessário explicar como funcionava o sistema monetário inglês e por que as notas do Banco da Inglaterra eram tão importantes, embora não fossem a única forma do chamado *paper credit*. Após essa análise preliminar nos dois primeiros capítulos, o capítulo três abordou os problemas trazidos pela suspensão da conversibilidade das notas do Banco da Inglaterra e as observações de Thornton a respeito do tema. De acordo com Thornton, diminuir o montante dessas notas – abruptamente e em grande extensão – causaria tantos problemas quanto o seu aumento, porque isso cortaria o crédito para os homens de negócio. No entanto, o autor também tinha preocupações com o excesso de notas, devido ao seu impacto inflacionário. Outra contribuição de Thornton, explicada no quarto capítulo deste trabalho, é a ideia por trás do conceito de emprestador de última instância. Embora a expressão fosse criada por Walter Bagehot apenas em 1873, Thornton já havia defendido que o banco central era responsável por salvar o sistema bancário e, conseqüentemente, a economia como um todo.

**Palavras-chave:** *paper credit*; banco central; emprestador de última instância.

## ABSTRACT

This essay analyses Henry Thornton's main contributions on monetary theory, especially those related to the functions of a central bank. The main objective was to argue that Thornton demonstrated that a central bank is responsible for regulating liquidity in an economy, as well for providing the banks with the necessary resources during a panic in order to avoid a major crisis. First of all, we described the eighteenth-century English banking system, which was composed by the Bank of England, the country banks and London private banks. Then, it was necessary to explain how the English monetary system worked and why the Bank of England's notes were so important, even though they were not the only form of the so called *paper credit*. After this preliminary analysis in the first two chapters, the chapter three concerned the problems brought by the suspension of the convertibility of Bank of England's notes and Thornton's remarks on the subject. According to Thornton, diminishing the amount of those notes –abruptly and in great extension – would cause as many problems as their increase because it would cut the credit for the merchants. Nevertheless, the author also had concerns about the excess of notes, due to its inflationary effect. Another Thornton's contribution, explained in the fourth chapter of this work, is the idea behind the concept of a lender of last resort. Although the expression would be created by Walter Bagehot only in 1873, Thornton had already advocated that the central bank was responsible for saving the banking system and, consequently, the whole economy.

**Keywords:** paper credit; central bank; lender of last resort.

## SUMÁRIO

<b>1. INTRODUÇÃO .....</b>	<b>2</b>
1.1 Justificativa .....	6
1.2 Pequena biografia de Henry Thornton .....	6
1.3 Próximos passos.....	7
<b>2. REVISÃO HISTÓRICA: O SISTEMA MONETÁRIO INGLÊS E O BANCO DA INGLATERRA .....</b>	<b>9</b>
2.1 Origens do Banco da Inglaterra .....	9
2.2 A Bolha dos Mares do Sul .....	11
2.3 Os sistemas bancário e financeiro da Inglaterra do Século XVIII.....	13
2.4 O desenvolvimento do sistema bancário e a Restrição (1797-1821) .....	16
2.5 Século XIX: O fim da Restrição e o <i>Bank Act</i> de 1844 .....	19
2.6 Conclusões parciais do capítulo .....	20
<b>3. PAPER CREDIT, RESTRIÇÃO E O BANCO DA INGLATERRA .....</b>	<b>21</b>
3.1 <i>Paper Credit</i> (1802).....	21
3.2 As faces de Thornton.....	29
3.3 Conclusões parciais do capítulo .....	30
<b>4. A CONTRIBUIÇÃO DE THORNTON PARA A CARACTERIZAÇÃO DE UM BANCO CENTRAL MODERNO .....</b>	<b>32</b>
4.1 Sistema monetário, criação de moeda e necessidade de regulação .....	32
4.2 As funções de um banco central moderno .....	35
4.3 O emprestador de última instância.....	37
4.4 A contribuição de Thornton .....	39
4.5 Conclusões parciais do capítulo.....	42
<b>5. CONCLUSÕES.....</b>	<b>43</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>49</b>

## CAPÍTULO 1- INTRODUÇÃO

Quando se discute o controle do crédito em uma economia, questiona-se se o sistema bancário é capaz de se autorregular ou se existe a necessidade de uma entidade coordenadora como um banco central, capaz de submeter o crédito privado aos objetivos maiores da política monetária. Outro problema muito discutido diz respeito à possibilidade de excesso de emissão de notas bancárias em decorrência da adoção de reservas fracionárias, com impactos sobre os preços e, em especial, sobre a taxa de câmbio e o balanço de pagamentos. Esses questionamentos eram particularmente pertinentes a um sistema monetário em que coexistiam o meio circulante metálico e as diversas formas de moedas de crédito (*paper credit*); e no qual as reservas bancárias eram limitadas pelo estoque disponível de metais preciosos e as notas bancárias eram conversíveis em ouro. Desse modo, a autorregulação era uma consequência do fato de que qualquer excesso de notas seria convertido em metais, o que poderia comprometer as reservas dos bancos. Estes evitariam emitir em excesso (além de sua capacidade de resgate de notas por moeda metálica) para evitar as corridas bancárias, as quais seriam inevitáveis quando se tornasse patente sua incapacidade de converter notas em moeda. Ademais, também se acreditava que se as letras de câmbio fossem emitidas apenas em resposta a transações reais (as quais envolvem bens e serviços), não haveria descontrole, já que necessariamente haveria uma contrapartida em mercadorias.

O sistema monetário inglês da segunda metade do século XVIII presenciou a crescente participação dos meios circulantes não metálicos nas transações, bem como o aparecimento de inúmeros bancos no interior da Inglaterra, talvez em decorrência do grande desenvolvimento das manufaturas e das primeiras indústrias (ARNON, 2011). Todavia, os principais estudiosos da teoria monetária, como David Hume, não acompanharam esses avanços e preferiram continuar com o caso teórico de uma circulação pura (composta apenas por metais). Eles tampouco davam importância à variedade de papéis e de suas funções, criticando a todos indistintamente (ARNON, *idem*). Ao passo que Hume nutria certa desconfiança em relação aos bancos privados e suas notas bancárias, Adam Smith atacava as letras de câmbio “fictícias”, ou seja, aquelas que não se originaram de uma transação com mercadorias, e postulava que se apenas as letras “reais” circulassem, não haveria excesso; tal proposta ficou conhecida como a “Doutrina das Letras Reais” (*Real Bills Doctrine*).

A peça-chave de tal sistema era o Banco da Inglaterra, fundado em 1694 por um conjunto de comerciantes de Londres para financiar o governo do rei William III. Embora fosse uma instituição particular, o Banco, como ficou mais conhecido, teve a incumbência de administrar a dívida pública inglesa, bem como de conceder empréstimos ao governo como condição de manutenção de sua concessão. Em troca disso, ele conseguiu o privilégio de ser o único banco do tipo *joint-stock* na Inglaterra e o monopólio da emissão de notas bancárias na metrópole de Londres (KINDLEBERGER, 1984; ARNON, *idem*). Portanto, mesmo sendo uma instituição particular, o Banco da Inglaterra tinha fortes laços com o governo e era capaz de controlar o restante do sistema bancário e, através dele, o volume de crédito na economia.

Uma das formas de controle se dava através da fixação da *Bank rate*, ou seja, a taxa de juros ou de descontos utilizada pelo Banco em suas operações de crédito. Ao elevar ou reduzir tal taxa, determinava-se o volume de crédito destinado aos grandes mercadores de Londres, bem como aos bancos privados que descontavam suas notas (BAGEHOT, 1931). Desse modo, o Banco da Inglaterra não apenas era o principal banco comercial de Londres, mas também a instituição que regulava a liquidez do sistema bancário inglês.

No que tange à ligação com as finanças públicas, o Banco da Inglaterra era o principal financiador do governo inglês e cuidava dos títulos da dívida pública. Com a criação da Companhia dos Mares do Sul em 1711, o Banco passara a disputar a administração da dívida com tal companhia de comércio, a qual prometia trocar os papéis da dívida pública por suas ações. A crise originada por esse esquema, em 1720, trouxe consequências negativas para o sistema financeiro inglês, mas ao menos livrou o governo de parte considerável do fardo da dívida (MURPHY, 1989, 1997; QUINN, 2004).

Os demais bancos privados de Londres não podiam emitir notas e estavam limitados ao número máximo de seis sócios. Já os bancos do interior da Inglaterra tinham a permissão de emitir notas, porém estavam sujeitos ao mesmo limite de sócios. Esses dois tipos de bancos podiam fazer descontos e, ao mesmo tempo, podiam descontar letras no Banco da Inglaterra. As reservas desses bancos eram compostas por ouro e também por notas do Banco, as quais poderiam ser posteriormente convertidas em ouro. Como as notas eram emitidas em resposta a empréstimos ao público não bancário, a afeição dos bancos em lucrar poderia levá-los a cometer imprudências quanto à emissão (KINDLEBERGER, *idem*; ARNON, *idem*). O fato de suas notas poderem ser trocadas por notas do Banco da Inglaterra fazia com que o excesso daquelas notas

fosse encaminhado aos caixas do Banco para serem convertidas por moedas. Portanto, muitas vezes era essa instituição quem arcava com os custos da liberalidade alheia.

O Banco preocupava-se em manter as suas notas em uma quantidade compatível com suas reservas de metais preciosos, as quais eram diminuídas drasticamente em momentos em que o ouro fluía para o exterior (*external drain*) ou em situações de pânico (*internal drain*). Se houvesse uma quantidade de notas muito superior às reservas metálicas e aquelas fossem conversíveis, a solvência da instituição estaria ameaçada. Como as notas não poderiam ter seu valor de face diminuído em caso de excesso, também havia perda de poder de compra da moeda inglesa. O aumento dos preços internos, por sua vez, prejudicava a competitividade das exportações e estimulava as importações, originando um déficit no Balanço de Pagamentos a ser coberto com o envio de metais preciosos para os países superavitários nas trocas com a Inglaterra.

A situação das reservas do Banco tornou-se crítica na última década do século XVIII, quando a Inglaterra travava uma guerra com a França no continente e cada rumor de uma invasão francesa levava as pessoas aos bancos para retirar seus depósitos (FEAVEARYEAR, 1963). Esta “drenagem interna” era acompanhada por uma “drenagem externa” causada pelo envio de ouro para pagar as tropas no exterior e por um déficit no Balanço de Pagamentos que se aprofundava no final da década. No final de 1796, as reservas do Banco da Inglaterra haviam chegado a um patamar muito baixo frente à demanda de metais, intensificada consideravelmente pelo temor de uma invasão francesa. O Parlamento inglês decretou a suspensão da conversibilidade em ouro de suas notas bancárias, em fevereiro de 1797, em resposta à solicitação dos diretores da instituição bancária ameaçada (THORNTON, 1939; MURPHY, 2009).

A questão do gerenciamento de liquidez tornou-se mais discutida a partir de então, no período conhecido como Restrição (1797 - 1821). Com a suspensão da conversibilidade, esperava-se que a “drenagem interna” fosse interrompida, pois a troca das notas por ouro deixava de ser possível, bem como as corridas bancárias. Mesmo que os bancos interioranos não estivessem sujeitos à medida parlamentar, a conversão de suas notas em notas do Banco da Inglaterra não afetaria mais as reservas desta instituição. Todavia, a impossibilidade de corridas bancárias também poderia estimular a imprudência da diretoria do Banco, a qual poderia emprestar mais aos empresários sem que um excesso de notas bancárias pudesse ser levado aos

seus caixas para ser convertido em ouro. Quando os preços começam a subir substancialmente na primeira década do século XIX, muitos culpavam o Banco por um suposto excesso de emissões.

A situação excepcional pela qual passava a Inglaterra motivou Henry Thornton a escrever um tratado de teoria monetária que respondesse aos problemas levantados pela Restrição e, ao mesmo tempo, estabelecesse princípios gerais que pudessem ser utilizados no futuro. A partir de sua experiência prática como banqueiro, ele procurou mostrar a importância das diversas formas de *paper credit* e as diferenças entre elas. Thornton discordava da explicação corrente, segundo a qual um simples corte no crédito e –consequentemente –na quantidade de notas era capaz de lidar com os problemas vividos pela economia inglesa naquele contexto. Para ele, a deflação era tão ou mais problemática do que a inflação, ainda que esta também o preocupasse.

Thornton discorreu, a princípio, sobre os inconvenientes de reduzir em demasia a quantidade de notas em circulação. De maneira geral, ele apontava que o resultado dessa política seria a deflação e a conseqüente redução do nível de atividade econômica, os quais seriam tão danosos como uma elevação de preços em decorrência do aumento de notas. Nos capítulos finais de *Paper Credit*, apresentou-se o perigo de se aumentar em excesso o volume de notas do Banco na circulação. Retomando a teoria quantitativa da moeda na formulação de Hume, Thornton reafirmou a relação direta entre quantidade de moeda em circulação e o nível de preços, sendo o aumento no volume de notas a causa do aumento de preços.

Tal preocupação com a regulação da liquidez e do crédito e com as responsabilidades de um banco central encontraria adeptos em autores posteriores, alguns seguindo o “primeiro Thornton” (crítico da deflação) e outros, o “segundo Thornton” (preocupado com a inflação)<sup>1</sup>. Um suposto “terceiro Thornton” é sugerido por Murphy, destacando a importância que Thornton deu ao banco central e sua função de garantir liquidez para o sistema bancário. (MURPHY, 2009; ARNON, *idem*).

A partir disso, procura-se discutir nesta monografia a contribuição de Henry Thornton para o desenvolvimento dessas duas correntes distintas que debatem a responsabilidade de um banco central no gerenciamento de liquidez. Não cabe aqui entrar em detalhes sobre as escolas de pensamento mais tarde denominadas de “keynesiana” e “monetarista”, mas assinala-se que

---

<sup>1</sup> Pode-se mencionar Hayek (1939), que escreveu a Introdução da edição de 1939 de *Paper Credit*, e Fisher (1911), autor responsável pela versão da teoria quantitativa da moeda mais conhecida no século XX.

Thornton foi um dos primeiros pensadores a perceber a existência dessas duas possibilidades e ele mesmo explorou as duas em seu estudo a respeito do sistema monetário inglês.

### **1.1 Justificativa**

O objetivo desta monografia é discutir a importância da contribuição de Henry Thornton para o desenvolvimento das teorias que tratam das responsabilidades de um banco central moderno no gerenciamento da liquidez. Almeja-se mostrar que as posturas antagônicas, antideflacionista e antiinflacionista, encontram-se presentes na obra de Thornton, que acaba tendendo para a primeira em razão da mudança das circunstâncias.

Não nos aprofundaremos no debate sobre as funções do banco central, tampouco nos ateremos às escolas modernas que se enfrentam nos últimos cinquenta anos. Além disso, seria um anacronismo supor um Thornton “keynesiano” ou “monetarista” com um século e meio de antecedência em relação ao surgimento dessas escolas de pensamento.

### **1.2 Pequena biografia de Henry Thornton**

Antes de iniciarmos a discussão sobre a obra em si, é preciso explicar quem foi seu autor. Henry Thornton nasceu em 1760 no seio de uma família da City londrina e seu pai estava envolvido no comércio com a Rússia e o Báltico. Seu irmão mais velho, Samuel, foi diretor do Banco da Inglaterra. Henry teve uma educação não convencional na infância e não frequentou a universidade, de maneira que seus conhecimentos práticos vieram de sua experiência prática com os negócios. Contrariando sua família, ele tornou-se banqueiro e em 1784 fundou o banco Down, Thornton & Free com dois sócios (HAYEK, 1939). Essa instituição entraria em falência com a crise bancária de 1825, devido à imprudência de Free (MURPHY, 2009).

Além de banqueiro, Thornton foi membro do Parlamento inglês, destacando-se por defender a paz com a América do Norte e por questões ligadas à tributação, bem como pela abolição da escravidão nas colônias inglesas (HAYEK, *idem*). A atuação mais relevante de Thornton na política foi durante o chamado *Bullion Committee*, em 1811, pelo qual o Parlamento inglês investigou as causas do aumento do preço do ouro não-cunhado. Sócio de um dos bancos de maior prestígio de Londres, ele era visto como uma autoridade no assunto e, por isso, foi convidado para participar dessa comissão. Sua experiência prática como banqueiro lhe ofereceu

os conhecimentos necessários ao entendimento do controverso sistema monetário inglês, no qual conviviam vários tipos de moedas e diferentes instrumentos de crédito.

Thornton também era conhecido por seus contemporâneos por sua filantropia e envolvimento em boas causas, assim como por participar de um grupo religioso denominado *Clapham Sect* (seita de *Clapham*, em tradução livre), em referência ao local onde Thornton e seus amigos se reuniam (LAIDLER, 2008; MURPHY, 2009).

Autor de diversos escritos religiosos e filantrópicos, sua única obra propriamente econômica foi *An Inquiry into the Nature and Effects of Paper Credit of Great Britain*, publicada em 1802 e conhecida como *Paper Credit*. Tal livro propõe-se não somente a explicar a Restrição decretada alguns anos antes, mas a oferecer um “tratado geral” sobre as questões monetárias. Na época de sua publicação, *Paper Credit* foi muito aclamado pelos críticos, mas caiu no esquecimento quando David Ricardo publicou seu *High Price of Bullion* (1810-1811). Somente no início do século XX outros estudiosos iriam resgatá-lo, como Jacob Viner e Friedrich von Hayek (LAIDLER, *idem*).

Como foi mencionado anteriormente, Thornton participara do *Bullion Committee* (1811) em companhia de Huskisson e Horner, buscando as causas da elevação do preço do ouro metálico. Os autores concluíram que o aumento desmesurado na quantidade de notas do Banco da Inglaterra estaria provocando a desvalorização da moeda inglesa e, inversamente, o aumento no preço do ouro não cunhado. As observações pertinentes a essa investigação encontram-se no *Bullion Committee Report*, publicado em junho de 1811.

Henry Thornton possuía uma saúde frágil e veio a falecer em 1815, antes de ver o fim da inconversibilidade das notas do Banco, o que só aconteceria em 1821. Seu filho mais velho tornou-se banqueiro e assumiu seus negócios, mas a forte crise de 1825 levou-o a falência (HAYEK, 1939; MURPHY, 2009). Embora tenha alcançado grande fama na época da publicação de *Paper Credit*, Thornton seria redescoberto somente no início do século XX.

### **1.3 Próximos passos**

Nos próximos capítulos, será feito um aprofundamento no contexto em que se insere a contribuição de Henry Thornton, bem como uma breve exposição das principais funções de um banco central moderno.

O segundo capítulo desta monografia se incumbirá de detalhar as características do sistema bancário inglês, com destaque para as origens e o papel desempenhado pelo Banco da Inglaterra. No terceiro capítulo, passaremos à época da Restrição e a uma análise de Paper Credit elaborada a partir dos principais comentadores de Thornton. O capítulo quatro apresentará uma descrição simples das funções de um banco central moderno e mostrará a relação das ideias modernas nesse assunto com as proposições do autor estudado. Por último, o capítulo cinco fará a conclusão das principais constatações a que chegamos no decorrer deste trabalho.

## **CAPÍTULO 2- REVISÃO HISTÓRICA: O SISTEMA MONETÁRIO INGLÊS E O BANCO DA INGLATERRA**

Antes de nos aprofundarmos na obra de Henry Thornton, é necessário compreender como funcionava o sistema bancário de sua época e as origens de seu principal componente, o Banco da Inglaterra. O período abrangido por esta revisão histórica corresponde ao final do século XVII, quando o Banco é fundado, e alcança os meados do século XIX, ultrapassando o período da Restrição (1797-1821). Especial atenção será dada a esse evento, o qual inspirou Thornton a escrever *Paper Credit*.

### **2.1 Origens do Banco da Inglaterra**

No século XVII, a Inglaterra passou pela disputa entre a monarquia e o Parlamento pelo controle do poder financeiro do Estado em dois momentos marcantes, a Guerra Civil (1642 - 1649) e a Revolução Gloriosa de 1688 (Kindleberger, 1984). Além do autoritarismo, a dinastia Stuart<sup>2</sup> era caracterizada pelas ações irresponsável e pela desorganização das finanças públicas. Ainda predominava a coleta privada de impostos (*tax farming*), a qual proporcionava recursos adicionais para o Estado através da venda do direito de tributar a agentes privados (BREWER, 1989). A coleta profissionalizada aparece com a volta dos Stuart ao poder (1660), porém se tornaria predominante somente no século seguinte. Os gastos especiais do governo – em particular, as guerras – deveriam ser discutidos e votados previamente pelo Parlamento, criando uma disparidade entre o Estado moderno e esses métodos medievais de finanças (KINDLEBERGER, *idem*). Com a vitória do Parlamento em 1688, as questões de tributação e de empréstimos ficam definitivamente sob seu controle.

O início da Guerra dos Nove Anos em 1689 trouxe graves dificuldades para as frágeis finanças inglesas. A receita oriunda da tributação, notadamente dos impostos diretos sobre terras (BREWER, 1989), não era capaz de fazer frente às despesas crescentes em virtude da participação inglesa no conflito. Ademais, o estado da moeda inglesa era lamentável, cada vez mais desgastada e raspada clandestinamente (*clipping*). As medidas tomadas pelo governo de William III (1688-1702) para conseguir recursos foram o aumento da tributação, um empréstimo

---

<sup>2</sup> A dinastia Stuart assumira o trono inglês após a morte da Rainha Elisabeth I em 1603, a qual não deixara herdeiros. Em 1642, tivera início a Guerra Civil Inglesa, liderada por Oliver Cromwell e culminando com a decapitação do Rei Carlos I em 1649. Em 1660, os Stuart voltaram ao poder, sob o Rei Carlos II.

conseguido junto a qualquer um da City que se dispusesse a emprestar, a emissão de *tallies*<sup>3</sup> sobre o *excise*<sup>4</sup>, a arrecadação de fundos através de uma loteria (*tontine*) e a criação do Banco da Inglaterra (FEAVERYEAR, 1963).

Em 1694, um grupo dos principais mercadores de Londres reuniu seu capital e fundou o Banco da Inglaterra, sob a condição de emprestar 1,2 milhão de Libras Esterlinas a 8% ao governo inglês (FEAVERYEAR, *idem*). Em troca, teria o privilégio de formar uma sociedade por ações (*joint-stock*) e, posteriormente, conseguiria o monopólio da emissão de notas bancárias em Londres (KINDLEBERGER, 1984). A intenção inicial de seus criadores era a formação de uma típica instituição bancária, que receberia depósitos e emitiria um instrumento de crédito, mas, no início, predominou a segunda função (emissão). O Ato de Maio de 1694, que criara o Banco (como é comumente conhecido), não previra a emissão de notas bancárias, as quais seriam emitidas a partir de agosto do mesmo ano e seriam utilizadas pelo governo para pagar suas despesas por todo o país, substituindo as letras de câmbio internas (FEAVERYEAR, *idem*).

Em linhas gerais, o Banco da Inglaterra era um banco privado encarregado da dívida pública e das finanças governamentais em troca do monopólio da formação de *joint-stocks* no ramo bancário em Londres. Além de cuidar do controle de títulos públicos, o Banco emitiria notas que seriam utilizadas pelo governo no pagamento de suas despesas e dívida. Em troca desses privilégios, ele seria obrigado a conceder novos empréstimos ao governo a cada renovação de sua concessão (KINDLEBERGER, *idem*), estreitando o vínculo entre os agentes.

Em suas primeiras décadas de existência, o Banco da Inglaterra enfrentava forte oposição devido aos seus privilégios e às suas relações próximas com o Estado, que pareciam corruptas para algumas pessoas. Propunha-se a criação de um estabelecimento rival, pois muitos acreditavam que a concorrência seria mais saudável para o público do que o monopólio concedido pelo governo (BOWEN, 1995). Nessa época, o Banco era somente uma grande instituição financeira da metrópole, sendo também conhecida como “Banco de Londres”, mas levaria algum tempo até assumir as feições de um banco central moderno (BOWEN, *idem*; KINDLEBERGER, *idem*).

A fundação do Banco da Inglaterra e seu envolvimento com as finanças públicas estão inseridos no contexto de uma “revolução financeira”, caracterizada por uma ampla mudança

---

<sup>3</sup> Pedacos de madeira utilizados no pagamento de impostos, inventados no século XVII (KINDLEBERGER, 1984).

<sup>4</sup> Um dos principais impostos da Inglaterra, de caráter indireto (BREWER, 1989).

estrutural nas finanças públicas no que diz respeito ao poder de tributar e aos tipos de impostos utilizados, às instituições para a tributação e o gasto da renda governamental e ao manejo da dívida pública. Tal revolução proporcionou aos agentes privados títulos públicos que ofereciam substancial liquidez e relativa segurança, tornando-se uma alternativa para os investidores que antes só dispunham do investimento em terras como ativo seguro (KINDLEBERGER, *idem*). Desse modo, a criação de um mercado para a dívida governamental respondeu às necessidades de um público que demandava esse tipo de aplicação. O mercado de valores mobiliários (*securities*) de Londres operava principalmente com títulos públicos (SYLLA, 2009) e deveu a estes seu aprofundamento. Tais títulos eram negociados essencialmente pelo Banco da Inglaterra, especialmente depois do estouro da bolha dos Mares do Sul em 1720 (QUINN, 2004).

Concomitantemente, o Banco tornou-se a principal instituição a emitir notas bancárias que aos poucos substituíram o dinheiro metálico (*commodity money*) na circulação. Além da emissão, o Banco ocupava-se do desconto de letras de câmbio de mercadores, tanto de Londres quanto do interior. No início do século XVIII, essa moeda-crédito confinava-se apenas às grandes transações comerciais, enquanto os pequenos pagamentos e os salários continuavam a ser realizados com moedas metálicas (FEAVERYEAR, *idem*). Embora os bancos do interior da Inglaterra tivessem a permissão de emitir notas, seu alcance era limitado; assim, o Banco da Inglaterra era responsável pelo fornecimento de uma significativa parcela do meio circulante não metálico e suas ações afetavam os outros bancos. Ao longo dos séculos XVIII e XIX a predominância dessa instituição no sistema financeiro inglês passou a ser progressivamente maior, mas somente na segunda metade do século XIX ela assume a responsabilidade de ser o “emprestador de última instância” (CAPIE, 2008; KINDLEBERGER, *idem*), assemelhando-se com um banco central moderno.

## **2.2 A Bolha dos Mares do Sul (1720)**

A chamada “bolha dos Mares do Sul” em 1720, também conhecida como “esquema de Law”, foi um evento que influenciou a opinião pública a respeito das sociedades por ações, as quais passaram a ser duramente controladas pela lei depois do estouro da bolha. Felizmente, a Inglaterra não enfrentou a desconfiança em relação às notas bancárias como ocorreu na França depois do estouro da bolha do Mississippi. Nos dois casos, a tentativa de financiar companhias de comércio – ao mesmo tempo em que se aliviava o peso da dívida pública mobiliária – acabou

gerando uma pressão especulativa que teria consequências desastrosas para o desenvolvimento das empresas de capital aberto depois desses eventos.

A Companhia dos Mares do Sul foi fundada em 1711 e detinha o privilégio do comércio com as ricas colônias espanholas platinas na América do Sul. Suas atividades não eram muito claras, mas prometiam-se lucros extraordinários de forma a atrair novos investidores. Em pouco tempo, tornou-se uma poderosa concorrente do Banco da Inglaterra e da Companhia das Índias Orientais (criada em 1697) no mercado de capitais e passou a disputar com elas o controle da dívida pública.

Preocupado com a considerável e crescente dívida flutuante, o governo inglês permitiu que a parte dos títulos emitida após 1710 pudesse ser trocada por ações da Companhia dos Mares do Sul. Essa troca serviria como expediente para a consolidação da dívida pública, reduzindo seu fardo anual. Para pagar os dividendos, a Companhia deveria cobrar taxas sobre os produtos a serem comercializados por ela; os acionistas, por sua vez, contavam com a valorização do preço das ações para valorizar seu capital (MURPHY, 1986).

Por volta de 1719, a França vivia um momento de grande euforia devido a várias inovações financeiras, como as ações da Companhia do Mississippi, cuja criação foi inspirada pela Companhia dos Mares do Sul. As duas companhias nasceram do extraordinário crescimento do déficit público durante a Guerra de Sucessão Espanhola (1701 -1713) e da necessidade dos governos de diminuí-lo. Para tanto, utilizaram-se expedientes como a concessão de privilégios a companhias de comércio, contanto que elas reduzissem o fardo do serviço da dívida.

O criador do “esquema do Mississippi” foi John Law, um escocês que se tornou célebre pelas mudanças nas finanças públicas francesas no período imediatamente anterior a 1720 e que chegou ao cargo de Ministro das Finanças. O “Esquema de Law” envolvia a emissão de notas pelo Banco Geral (*Banque Générale*, no original) da França, as quais permitiam a compra das ações da mencionada companhia (MURPHY, 1997). A troca de títulos da dívida pública francesa por ações da Companhia do Mississippi inspirou um arranjo semelhante na Inglaterra com a Companhia dos Mares do Sul, a qual não o adotara até então. A alta de preços das ações da Companhia do Mississippi contagiou o mercado de Londres, fazendo com que se valorizassem espetacularmente as ações dos Mares do Sul a partir de abril de 1720.

O preço das ações da companhia inglesa subiu velozmente até as duas últimas semanas de agosto de 1720, quando começou a cair dramaticamente. Isso se explica pelo fato que a “bolha

principal” havia estimulado a criação de várias pequenas companhias, de propósitos diversos, e assim se formaram “bolhas menores” a concorrer com a dos Mares do Sul. Esta companhia tentou eliminar suas concorrentes menores do mercado, especialmente aquelas cujo valor da ação era superior ao seu. Como os acionistas dessas companhias menores também detinham ações da maior, a queda no valor das ações das primeiras levou os portadores desses papéis a venderem suas ações da segunda para compensar suas perdas individuais, o que contribuiu para reduzir ainda mais o preço da companhia maior. Os preços continuaram a cair, a despeito de um acordo realizado em setembro para comprar as ações acima do valor de mercado, e em novembro de 1720 elas chegaram ao baixo patamar de 200 libras esterlinas (MURPHY, 2009).

Antes desse desfecho dramático, o Banco da Inglaterra havia concordado em resgatar a Companhia, apesar da antiga rivalidade entre os dois. Entretanto, o *Sword Blade Bank*, associado à Companhia, interrompeu seus pagamentos poucos dias depois desse acordo, o qual foi então rompido (Murphy, 1986). Posteriormente, o Banco da Inglaterra acabaria ajudando o que havia restado da Cia. dos Mares do Sul, o que acabou levantando a questão da responsabilidade deste banco em prevenir ou mitigar crises financeiras para benefício do interesse público (KINDLEBERGER, 1984).

Embora a Bolha dos Mares do Sul tenha ameaçado o sistema de financiamento da dívida pública, suas consequências foram benéficas no longo prazo. A troca dos títulos públicos pelas ações da companhia fez com que a consolidação da dívida governamental fosse possível, ao reduzir sensivelmente os encargos anuais com juros. Todavia, a lição mais importante desse evento foi a de que confiança pública não deveria ser submetida às intrigas dos políticos e dos diretores das companhias (BREWER, 1989). A “Lei da Bolha” (*Bubble Act*), de 1720 também teve consequências para o desenvolvimento posterior do mercado de capitais e da economia inglesa, pois proibiu a formação de companhias por ações sem a autorização do governo para evitar novas fraudes (QUINN, 2004; MURPHY, 1986).

### **2.3 Os sistemas bancário e financeiro na Inglaterra do século XVIII**

O sistema bancário inglês no século XVIII era composto pelo Banco da Inglaterra, pelos bancos privados de Londres e pelos bancos privados do interior. Cada uma destas categorias tinha sua função no sistema, embora os três aceitassem depósitos e concedessem empréstimos. Outra particularidade é que ainda não havia agências bancárias de uma mesma instituição, fenômeno

que só apareceria no século XIX. Desse modo, quando falamos de diferentes bancos, trata-se de empresas distintas.

Como foi apontado anteriormente, o Banco da Inglaterra foi fundado em 1694 e a partir de então estava envolvido com o déficit governamental, embora fosse uma empresa privada. Em troca de seus privilégios de emissão e de existência enquanto sociedade por ações, o Banco renovava e ampliava seus empréstimos para o governo (KINDLEBERGER, *idem*). Além de ser o “banco do governo”, era também o principal banco comercial da City londrina e desempenhava um papel central no sistema bancário nacional, a despeito das rivalidades que pudessem existir entre ele e os demais bancos, devido aos privilégios concedidos pelo governo ao Banco.

Os bancos privados de Londres dividiam-se entre: os bancos da *City*, que negociavam letras de câmbio, títulos governamentais e ações do Banco da Inglaterra, da Companhia das Índias Orientais e da Companhia dos Mares do Sul; e os bancos do *West End*, que lidavam com a *gentry* e a aristocracia, emprestando através de hipotecas, trabalhando com rendas da terra, fornecendo cheques para que as altas camadas da sociedade pudessem excursionar pela Europa e financiando casas nas cidades e o consumo dessas classes abastadas (KINDLEBERGER, *idem*).

Os bancos interioranos localizavam-se a mais de 100 quilômetros de Londres e também foram limitados a seis sócios (ARNON, *idem*). Porém, ao contrário dos bancos privados londrinos, podiam emitir notas, as quais foram amplamente usadas até 1826. Os bancos interioranos tiveram um crescimento expressivo a partir de 1750, quando ainda existiam poucas instituições bancárias fora de Londres. Até então, os proprietários de renda enviavam suas rendas para os bancos da capital e estes financiavam o organizador capitalista da produção e os mercadores (FEAVERYEAR, *idem*). As principais atividades dos bancos interioranos eram: os pagamentos locais feitos por industriais; o recolhimento dos tributos; e o envio e o recebimento de fundos entre o interior e Londres. Esses banqueiros ambicionavam ter seu próprio escritório em Londres, de modo a obter fundos ou emprestá-los, uma vez que realizavam a intermediação entre os condados com excesso de poupança – geralmente os agrícolas – e os condados em que as indústrias demandavam crédito (KINDLEBERGER, *idem*). Inicialmente, os pagamentos realizados no interior do país e entre o interior e Londres eram realizados por letras de câmbio internas criadas por mercadores na primeira metade do século XVII. O crescimento dos negócios por meio dessas letras contribuiu para que os comerciantes que lidavam com elas se tornassem banqueiros e essa atividade lhes ocupasse permanentemente (FEAVERYEAR, *idem*).

Quanto ao sistema financeiro, ele também incluía o mercado de valores mobiliário e de títulos e outros arranjos privados, encarregando-se da troca de ativos financeiros. Tal sistema era único por desempenhar duas funções essenciais: providenciar um serviço de pagamentos que facilitasse o processo de trocas; e aumentar a intermediação social. Londres era o centro de compensação dos pagamentos nacionais e os bancos privados ajustavam seus balanços entre si por meio do uso de notas do Banco da Inglaterra. Outro aspecto interessante a respeito do mercado financeiro inglês é apontado por Bagehot, segundo o qual “...*the English money is ‘borrowable’ money*” (BAGEHOT, 1931, 5: ou seja, o dinheiro confiado aos bancos ingleses era emprestado a comerciantes e outros tipos de empreendedores. Ao contrário do que se via no continente europeu – em que havia uma forte tendência ao entesouramento – na Inglaterra o hábito de depositar somas de dinheiro com banqueiros ou ourives era mais frequente, o que permitia que maiores quantias pudessem ser emprestadas aos homens de negócio. Portanto, compreende-se a afirmação de Bagehot de que o dinheiro inglês era “emprestável”.

Os empréstimos bancários poderiam ser realizados por meio de notas, letras de câmbio e depósitos, sendo que tanto as notas quanto os depósitos constituíam o passivo dos bancos, dado que representavam uma obrigação (ou promessa) de pagamento de um banco em relação a seus clientes. O crescimento dos passivos possibilitou a expansão das atividades de crédito, vindo o crédito bancário a substituir o crédito comercial, antes predominante, principalmente no desconto de letras de câmbio. A evolução bancária trouxe o uso de notas pagáveis ao portador, as quais demonstravam que o público apreciava a liquidez. Sendo assim, as principais funções dos bancos eram a concessão de empréstimos e a oferta de meios de pagamento (QUINN, 2004). No que diz respeito aos depósitos, não se tratava da principal nem da primeira atividade de um banco, sendo pouco populares fora da Inglaterra (BAGEHOT, *idem*).

A questão da criação de moeda pelos bancos remete aos novos meios de realizar as trocas à medida que elas tornam mais complexas. Com o desenvolvimento das atividades mercantis, o dinheiro metálico passou a dividir espaço com outros meios de pagamento, como, por exemplo, as *tallies*. As Letras do Tesouro (*Exchequer Bills*), criadas em 1667, também foram utilizadas nos pagamentos e a confiança nelas baseava-se na promessa do governo de pagá-las com juros. Inicialmente, os substitutos do dinheiro carregavam juros; todavia, com o passar do tempo, perderam essa característica. A conveniência dos substitutos do dinheiro motivava seu uso mesmo quando não havia pagamento de juros, fato que se aplica especialmente às notas

bancárias, em particular às do Banco da Inglaterra. Durante o século XVIII, os diferentes tipos de moeda-crédito competiam entre si pela supremacia, porém o uso de todos eles se restringia à esfera ocupada pelos cheques no século XX (FEAVERYEAR, *idem*).

O costume de confiar grandes somas de ouro ou prata aos ourives – em troca de recibos em que estava assinalada a taxa de juros e a notificação prévia requerida antes da retirada – precedeu as notas de banco, bem como a execução de caixa, em que o depositante tinha o direito de receber uma “ordem de pagamento do depositante”. Dessa maneira, a soma seria transferida da conta deste para um beneficiário ou para sua conta, dando origem aos cheques. Há, então, pouca diferença entre uma forma e outra de depósito. Todos os meios de circulação não metálicos eram chamados de *paper credit* por autores como David Hume e Adam Smith, que não faziam a distinção entre as ordens de pagamento – as quais podiam “criar” dinheiro do nada – e os recibos de depósitos – que apenas substituíam o ouro. No século XIX, grande parte dos economistas não considerava os depósitos bancários como moeda, incluindo nesta categoria somente moedas e notas de banco conversíveis.

Como se mencionou previamente, as notas bancárias eram substitutas de “grandes” quantias de dinheiro (mais especificamente, de moedas de ouro) e até 1759 só existiam em valores acima de £20, quando então foi introduzida a nota de £10. Entretanto, o sistema ainda se baseava na circulação metálica e as teorias monetárias vigentes supunham a existência de uma “circulação pura”, constituída apenas por moedas de ouro e prata. Através disso, pode-se perceber que os economistas do período custaram a incorporar a existência e as particularidades de um sistema monetário misto a suas reflexões teóricas e mesmo a suas prescrições de política econômica.

#### **2.4 O desenvolvimento do sistema bancário e a Restrição (1797 -1821)**

O grande desenvolvimento do sistema financeiro inglês durante o século XVIII foi acompanhado por crises cada vez mais frequentes. O fim da Guerra de Independência Americana (1776-1783) trouxe um boom de comércio que elevou o volume de letras de câmbio do interior à procura de desconto em Londres, produzindo uma onda especulativa baseada no crédito. Essa crise foi marcante por ser a primeira ocasião em que o Banco tentou definitivamente exercer algum controle sobre o mercado monetário; inicialmente, contraiu-se o crédito para conter a

especulação e, em seguida, ele foi liberado para suavizar a queda na atividade econômica (FEAVERYEAR, *idem*).

Em 1793, a declaração de guerra contra a França suscitou o temor de uma invasão francesa e o pânico produziu uma corrida ao Banco da Inglaterra, o qual enfrentou uma “drenagem interna” de suas reservas. Os bancos do interior também enfrentaram o colapso de seu crédito pelo temor de uma invasão, ao passo que os bancos de Londres e da Escócia se recusaram a lhes oferecer ajuda (FEAVERYEAR, *idem*). As *Exchequer Bills* aliviaram um pouco a escassez de liquidez e a pressão sobre o Banco ao se apresentarem como um ativo líquido alternativo e confiável (HICKS, 1967), cuja aceitação era considerável entre os homens de negócio ingleses. As consequências da crise de 1793 foram uma queda na circulação de notas dos bancos do interior e um choque que abalou o sistema de crédito e que faria com que levasse um bom tempo para que este se recuperasse (FEAVERYEAR, *idem*).

Ao longo da última década do século XVIII, as dificuldades no balanço de pagamentos da Inglaterra tornam-se preocupantes, bem como os altos preços e as reclamações sobre a “falta de dinheiro” (HAYEK, 1939). Somando-se a pressão interna provocada pelo temor de uma invasão à pressão externa decorrente de um balanço de pagamentos deficitário, a situação das reservas de ouro do Banco da Inglaterra era crítica. Enquanto isso, o governo inglês precisava urgentemente de recursos para financiar a guerra no Continente e confiava na capacidade do Banco de lhe fornecer uma grande quantia de dinheiro para isso, colocando um peso extra sobre o pilar central do sistema de crédito (FEAVERYEAR, *idem*).

A drenagem externa sobre as reservas do Banco foi agravada em 1795, quando o governo francês anunciara a restauração do padrão-ouro, atraindo de volta o ouro que os franceses haviam depositado na Inglaterra. Durante o ano seguinte, o governo inglês passaria a recorrer a empréstimos do público, ao passo que o Banco da Inglaterra reduziu os descontos comerciais para controlar a perda de ouro. No final de 1796, outra ameaça de invasão francesa levaria a uma nova corrida bancária e ao entesouramento, tornando crônica a perda de reservas por parte do Banco (FEAVERYEAR, *idem*).

A situação delicada em que o Banco da Inglaterra se encontrava piorou ao longo de 1796; isto levou o governo inglês a decretar a suspensão dos pagamentos do Banco da Inglaterra, numa tentativa de salvar a instituição da perda de suas reservas. A medida foi anunciada como temporária, porém acabaria vigorando até 1821. O período da Restrição (1797 - 1821) foi

marcado pela impossibilidade de converter as notas da instituição em ouro, de maneira a impedir que o público exercesse pressão sobre as então reduzidas reservas da instituição. Além disso, seria possível aumentar a emissão de notas sem se preocupar com as corridas bancárias, o que – segundo a opinião difundida na época – induziria a excessos de emissão. As notas emitidas pelos bancos do interior não foram contempladas pela decisão do Parlamento; contudo, já não podiam ser transformadas em ouro com o intermédio das notas do Banco da Inglaterra.

De acordo com Feavearyear (1963), o primeiro choque no valor da libra desregulamentada ocorreu em 1799. Embora o saldo do Balanço de Pagamentos tivesse sido favorável nos dois primeiros anos da Restrição, a partir de 1799 a situação se reverteu. As remessas de ouro para o pagamento das tropas inglesas no exterior e o aumento da importação de alimentos – devido ao fracasso das colheitas de 1799 e 1800 – levaram a um déficit no Balanço de Pagamentos (MURPHY, 2009). O aumento do nível de preços e do preço do ouro, que ocorrera nesta mesma época, foi atribuído ao exagero na emissão por parte do Banco (QUINN, *idem*), visão contestada por Thornton na primeira parte de *Paper Credit* (MURPHY, *idem*).

O ataque seguinte ao valor da moeda inglesa veio com uma das erupções de apostas no comércio e no mercado de ações. O início da Guerra Peninsular (1807-1814)<sup>5</sup> deu um estímulo direto à indústria e ao comércio através do aumento da demanda por suprimentos militares. Ao mesmo tempo, houve a abertura do comércio do Brasil aos mercadores ingleses a partir de 1810, que passavam a desfrutar de tarifas mais vantajosas do que os comerciantes portugueses. A possibilidade de expansão dos negócios fez os mercadores ingleses demandarem mais crédito, expandindo-se, conseqüentemente, o volume das notas bancárias em circulação. Por sua vez, as moedas de ouro (guinéus) quase desapareceram da circulação aberta e o preço do ouro metálico tornou-se maior do que a *Mint Rate*<sup>6</sup> (FEAVERYEAR, *idem*).

O aumento do preço do ouro fomentara um intenso debate entre os interessados por teoria monetária. Em fevereiro de 1810, Francis Horner chamara a atenção para questões como a quantidade de notas do Banco em circulação, a taxa de câmbio com outros países, o preço do ouro e matérias correlatas; pouco tempo depois, ele convocaria o Parlamento inglês a formar o

---

<sup>5</sup> Invasão de Espanha e Portugal pelo exército de Napoleão após o descumprimento do Bloqueio Continental por esses países (especialmente Portugal, que possuía estreitos laços econômicos com a Inglaterra).

<sup>6</sup> A *Mint Rate* era a taxa cobrada pela Casa da Moeda (*Mint*) na Inglaterra para a cunhagem de moedas, além de ser a taxa de conversão entre a moeda “física” (em circulação) e a unidade de conta “imaginária” (a libra esterlina, que era o padrão monetário).

Comitê do Alto Preço do Ouro (FEAVERYEAR, *idem*), no qual Thornton se destaca. Após intensas discussões, o comitê chega à conclusão de que o excesso de emissão de notas pelo Banco da Inglaterra foi responsável pelo alto preço do ouro e, conseqüentemente, da perda de poder aquisitivo da moeda inglesa (ARNON, *idem*). Por esse motivo, recomendou-se a volta da conversibilidade o mais breve possível. Ademais, o documento resultante desses debates, o *Bullion Committee Report*, foi considerado um dos mais importantes documentos na história da moeda inglesa (FEAVERYEAR, *idem*).

A alta de preços persistiria até 1814, quando tem início uma deflação que duraria até o ano seguinte (QUINN, 2004). Somente em 1821 a conversibilidade seria restaurada, acontecimento que Thornton não chegou a presenciar, pois faleceria em 1815.

## **2.5 Século XIX: O fim da Restrição e o *Bank Act* de 1844**

Após inúmeros debates, o fim da Restrição foi aprovado em 1819, ainda que só colocado em prática dois anos depois. Porém, o retorno da conversibilidade não significou o fim das discussões envolvendo o Banco da Inglaterra e suas responsabilidades. A grave crise bancária de 1825 provocou a falência de 10% dos bancos ingleses, gerando um grande pânico na população. Nesta crise, o Banco transferiu o encargo de resgatar o sistema ao governo, negando-se a exercer a função de prestador de última instância. No ano seguinte, um Ato permitiria a criação de bancos de capital aberto, mantendo o monopólio do Banco da Inglaterra da emissão de notas num raio de aproximadamente 100 quilômetros de Londres. Fora deste limite, só eram permitidos bancos com no máximo seis sócios, mas que podiam emitir notas. Desse modo, rejeitou-se a proibição imposta pelo *Bubble Act* (1720). Apesar do desenvolvimento de bancos de capital aberto, os bancos “limitados” continuaram a dominar a compensação em Londres e, até 1854, os bancos joint-stock não eram bem aceitos na cidade (KINDLEBERGER, 1984).

Outro avanço foi o *Peel's Act* (ou *Bank Act*) de 1844, o qual separou o Banco da Inglaterra em dois departamentos, o Departamento de Emissão e o Departamento Bancário, além de restringir a emissão de notas para que se compatibilizassem com as reservas de metais e títulos governamentais (BAGEHOT, 1931). A regulação da oferta monetária deu privilégio às notas bancárias, que passaram a ser oficialmente consideradas parte do dinheiro do país, juntamente com as moedas de ouro e prata. No entanto, a lei de 1844 também levou a crises em 1847, 1857 e 1866. Para não suspender o Ato de 1844, o Chanceler do Tesouro propôs que o Banco da

Inglaterra recebesse uma indenização caso incorresse em perdas ao violar a lei para conter as crises. Ao assumir a responsabilidade pela preservação do sistema, o Banco optou por evitar o colapso durante as crises e, com isso, diminuir o pânico da sociedade, apesar do risco de que os bancos não tomassem as devidas providências para prevenir tais crises por saberem que seriam resgatados nesses casos (KINDLEBERGER, *idem*). Portanto, o Banco finalmente aceitara a responsabilidade de atuar como prestador de última instância, a despeito das recomendações para que ele não fomentasse o risco moral.

## **2.6 Conclusões parciais do capítulo**

Neste capítulo, apresentou-se a o sistema bancário inglês na forma que assumira entre o final do século XVII – ou seja, a criação do Banco da Inglaterra (1694)– e meados do século XIX – com o *Bank Act* de 1844. Um dos pontos que mereceram destaque nesta exposição foi a divisão de tarefas entre os diferentes tipos de bancos componentes de tal sistema: os bancos privados de Londres, os bancos do interior do país e o Banco da Inglaterra. Como foi visto, este último detinha privilégios por conta de sua estreita relação com o governo – mais especificamente, com a administração da dívida pública – embora fosse um estabelecimento de capital privado. Os demais bancos recorriam a tal instituição em caso de crise, porém apenas em meados do século XIX o Banco aceitaria a responsabilidade de prestar socorro ao sistema durante um pânico.

Enfatizaram-se os acontecimentos do último quartel do século XVIII, pois é neste período em que se deu o crescimento mais intenso do número de bancos na Inglaterra, bem como se manifestaram os elementos que levariam à suspensão da conversibilidade das notas do Banco da Inglaterra. A Restrição (1797-1821) – como ficou conhecido o excepcional período – também foi o cenário sobre qual Henry Thornton escreveu, buscando encontrar respostas não apenas para o mesmo, mas também para eventos futuros. Como veremos adiante, a possibilidade de emitir mais notas, sem que o excesso pudesse ser encaminhado para ser trocado por moedas, era em si uma fonte de inquietação para aqueles que temiam um descontrole do meio circulante não metálico.

## CAPÍTULO 3- *PAPER CREDIT*, RESTRIÇÃO E O BANCO DA INGLATERRA

Neste capítulo abordaremos a obra de Thornton e as contribuições que ela trouxe à teoria monetária no tocante à atuação do Banco da Inglaterra. É importante frisar que, embora o contexto tenha servido de inspiração para o autor no decorrer do processo de escrita, seus objetivos transcendem a discussão conjuntural das causas e consequências da interrupção da conversibilidade do papel moeda daquela instituição. Como veremos neste capítulo, Thornton procurou explicações teóricas que pudessem ser utilizadas em outras situações, bem como contrapor-se ao “senso comum” inspirado pela teoria monetária da segunda metade do século XVIII. Por último, destacaremos um aspecto marcante de *Paper Credit*: a mudança de posicionamento do autor a respeito do controle da quantidade de notas do Banco da Inglaterra e, conseqüentemente, de sua avaliação sobre a atuação de tal instituição.

### 3.1 *Paper Credit* (1802)

O livro *An Inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain* – ou como é mais conhecido hoje – *Paper Credit* foi publicado pela primeira vez em 1802, alguns anos depois da suspensão da conversibilidade em ouro das notas do Banco da Inglaterra. Trata-se de um compêndio de teoria monetária que visava explicar o funcionamento de um sistema monetário misto como o vigente na Inglaterra da época, no qual coexistiam moedas metálicas e diversas formas do que Thornton denomina *paper credit*. Além disso, o autor buscou compreender as origens e as soluções para os problemas relacionados à interrupção da conversibilidade das notas do Banco, em especial para o aumento de preços e o déficit no Balanço de Pagamentos inglês. Apesar de abordar uma questão contemporânea, Thornton desejava fazer de seu livro um “tratado geral” para ser utilizado em outros contextos<sup>7</sup>.

*Paper Credit* começa com algumas considerações a respeito do crédito comercial, que seria a confiança existente entre os homens de negócio em relação às suas atividades mercantis. Essa relação aparecera mesmo nas sociedades mais primitivas, antes da adoção de qualquer forma de moeda<sup>8</sup>. Sua explicação para a origem da moeda e do crédito contraria a versão convencional segundo a qual este teria surgido depois daquela. Ao mudar a ordem de

<sup>7</sup> “*This work has, therefore, assumed, in some degree, the character of a general treatise.*”(THORNTON, 1939, 34).

<sup>8</sup> “*Even in this early and rude state of society, in which neither bills nor money are as yet known, it may be assumed, that if there be commerce, a certain degree of commercial credit also subsist.*” (Thornton, 1939, p.36)

determinação, Thornton procurou mostrar a importância dos diversos instrumentos de crédito como meio circulante, englobados sob o nome genérico de *paper credit*.

Esta maneira de abordar a questão foi chamada de “teoria creditícia da moeda”, em contraste com as “teorias monetárias do crédito” (ARNON, 2011). Ambos os conjuntos de teorias sobre a origem da moeda apresentam uma estrutura lógica comum, começando com a análise de uma forma básica de moeda, e foram apresentadas por economistas clássicos e pré-clássicos. Eles partiram de “sistemas puros” (apenas moedas de ouro e prata) para chegar até os casos mais complexos; todavia, a moeda metálica manteve-se como a pedra angular das teorias monetárias e do crédito apesar de não ser mais dominante no mundo “real”.

As “teorias creditícias da moeda” tiveram como expoentes Thornton, Wicksell e Hicks, embora o primeiro não tenha tido muito destaque entre seus contemporâneos. Para esses autores, a função do sistema monetário é quitar os débitos decorrentes de transações com bens e serviços, de modo a não deixar créditos ou débitos desequilibrados. Embora o raciocínio parta de um sistema monetário metálico, em seguida se incluem os certificados privados de crédito (*private debt certificates* –PDC), que são papéis especificando a quantidade devida, as condições de pagamento e a data de maturação dessa dívida (ARNON, *idem*). Thornton observou que as permutas podiam ser executadas em termos de débitos e créditos, através do uso de PDCs. Wicksell também concordava com essa aproximação incomum, a qual teve algum conflito com a Teoria Quantitativa. Para eles, a quantidade de meios utilizados nos pagamentos é determinada pela demanda. Dessa maneira, há uma determinação endógena do crédito em seu papel no processo de intercâmbio (ARNON, *idem*).

Depois de explicar a importância do crédito, Thornton abordou a existência de várias formas de *paper credit*. Além do fato de algumas pagarem juros e outras não, uma característica distintiva entre elas é a diferente velocidade de circulação para cada tipo de moeda-crédito. Isso implica que a “facilidade” de circulação será diferente entre elas e, portanto, a quantidade necessária de cada categoria para exercer suas funções, em dado período, não poderá ser sempre a mesma. Desse modo, qualquer regra quantitativa para fixar a quantidade de um todo “homogêneo” de moeda não metálica será inócua em razão dos comportamentos distintos das velocidades de circulação das partes. Por isso, não funcionaria a ideia de Adam Smith de determinar a quantidade de “meio circulante não metálico” (*paper credit*) como um equivalente do volume de moedas metálicas que circulariam caso não existissem essas formas de crédito.

Outro alvo das críticas de Thornton é o que ele denomina “doutrina das letras reais” (*real bills doctrine*). Uma “letra real” é uma nota promissória emitida em consequência de uma venda real de bens e cuja intenção é ser descontada (trocada por dinheiro, com um pequeno desconto se for antes da data de vencimento) por aquele que vende os bens, enquanto uma “nota fictícia” ou “nota de acomodação” também pode ser descontada, mas não se origina de uma transação envolvendo bens. Embora ambas tenham a função de substituir a moeda metálica nas transações, apenas a primeira representaria “verdadeira propriedade” (*actual property*) por envolver bens de verdade. Como a “letra real” deve ter sempre como contrapartida uma transação real, não haveria risco de elas se multiplicarem indefinidamente e provocarem um aumento de preços (desvalorização do poder de compra da moeda). As letras fictícias, por sua vez, representariam uma riqueza fictícia e poderiam aumentar em quantidade sem que houvesse qualquer tipo de controle (THORNTON, 1939). A partir dessas ideias, formulou-se uma doutrina que pregava a extinção do segundo tipo de notas promissórias, a fim de evitar consequências negativas sobre os preços, sendo tal argumentação normalmente associada a Adam Smith.

Para mostrar que esse raciocínio é falho, Thornton utiliza o seguinte exemplo:

*“In answer to this statement it may be observed, first, that the notes given in consequence of a real sale of goods cannot be considered as, on that account, certainly representing any actual property. Suppose that A sells one hundred pounds worth of goods to B at six months credit, and takes a bill at six months for it; and that B, within a month after, sells the same goods, at a like credit, to C, taking a like bill; and again, that C, after another month, sells them to D, taking a like bill, and so on. There may then, at the end of six months, be six bills of 100l. each existing at the same time; and every one of these may possibly have been discounted. Of all these bills, then, one only represents any actual property”* (THORNTON, *idem*, 43)

Essa passagem mostra que uma única transação “real” pode dar origem a mais de uma nota, sendo que apenas a primeira representa uma propriedade de fato. Desse modo, nem mesmo as “letras reais” seriam livres de uma multiplicação indefinida e não haveria como justificar a rejeição das “notas fictícias”. Portanto, a regulação da quantidade de meio circulante não metálico não seria automaticamente garantida ao se abolirem todas as notas que não tiverem origem em uma transação envolvendo bens.

As críticas a Smith são bastante claras e há quem diga que Thornton se inspirou no título por extenso de *A Riqueza das Nações* para batizar sua própria obra (MURPHY, 2009). Embora a teoria monetária de Smith não tenha grandes rompantes de originalidade, a popularidade de seu livro mais conhecido foi responsável por difundir suas ideias sobre a moeda (HAYEK, 1939).

Desse modo, a resposta de Thornton representa principalmente uma crítica aos “equivocos” amplamente difundidos em sua época.

Thornton avançou em relação aos autores da segunda metade do século XVIII ao abandonar a abordagem de uma circulação pura, isto é, constituída apenas de metais. Ao contrário de Hume, ele reconhece a importância dos meios circulantes não metálicos e o uso cada vez maior dos mesmos na época em que escreve. De acordo com Murphy (2009), Thornton estava próximo de defender a completa substituição das moedas de ouro por notas bancárias, mas não o fez devido ao seu lado “anti-inflacionário”.

Mais uma característica marcante de *Paper Credit* é a evidente clivagem em duas abordagens antagônicas: a “antideflacionista” e a “antiinflacionista”. O próprio Thornton reconhece a mudança de postura dentro da obra:

*“The earlier parties of the work tended to show the evil of a too great and sudden diminution of our circulating medium, some of the later chapters are employed in pointing out the consequences of a too great augmentation of it”.* (THORNTON, *idem*, 34)

Os principais comentadores de Thornton mencionam esta particularidade e buscam oferecer explicações para ela. Hicks (1967) chegou a diferenciar um “homem da moeda forte no longo prazo” de um “keynesiano no curto prazo”, mas esta classificação é considerada inadequada por outros comentadores (LAIDLER, 2008). De todo modo, é possível identificar nos primeiros capítulos uma advertência para o perigo de diminuir exageradamente a emissão de notas do Banco da Inglaterra, medida muito defendida na época para controlar o aumento de preços, enquanto os últimos capítulos discorrem sobre o prejuízo de aumentar em demasia a emissão dessas notas, bem como fazem a crítica de autores como Hume e Montesquieu.

O “primeiro Mr. Thornton” seria um “anti-deflacionista preocupado”, de acordo com a terminologia de Murphy (*idem*). Os primeiros capítulos de *Paper Credit* buscam mostrar que uma contração violenta e repentina do meio circulante, especialmente da moeda-crédito (*paper credit*), seria prejudicial à economia inglesa, pois produziria deflação e queda no nível de atividade econômica (o “trade” dos autores ingleses). Além disso, Thornton defende a importância desses tipos de meios circulantes não metálicos e argumenta que as relações de crédito em que se baseiam são anteriores à criação da moeda metálica, proposição que objetiva dar legitimidade a eles.

No capítulo IV de *Paper Credit*, Thornton mostrou que:

*“(... )the reduction of the quantity of Bank of England paper is by no means a measure which ought to be resorted to on the occasion of every demand upon the bank for guineas arising from the high price of bullion, and that such reduction may even aggravate that sort of rise which is caused by an alarm in the country.”* (THORNTON, *idem*, p. 53)

Em seguida, são feitas algumas considerações a respeito do Banco da Inglaterra e de suas notas, o que será usado para explicar por que razão não se deve reduzir a quantidade de notas do Banco de maneira tão acentuada e abruptamente. Uma observação pertinente é que essas notas não são a única forma de “moeda-crédito”, embora sejam a mais conhecida e o principal meio circulante de Londres, além de constituir parte significativa das reservas dos outros bancos privados da metrópole. É compreensível que a regulação de sua quantidade seja um assunto tão discutido na época, uma vez que por meio dela também se regulavam os descontos das letras de câmbio internas, outro importante meio circulante da época.

Como foi visto no capítulo anterior<sup>9</sup>, o sistema bancário inglês da época de Thornton era composto por bancos privados no interior, bancos privados de Londres e pelo Banco da Inglaterra. Embora o Banco também fosse de controle privado, ele se diferenciava das demais por ser uma sociedade de capital aberto e com o privilégio da emissão de notas bancárias na metrópole de Londres. Já os bancos da capital não poderiam emitir notas e deveriam ter um limite de seis sócios. Além de realizarem descontos e oferecerem empréstimos, esses bancos londrinos atuavam como correspondentes dos bancos localizados no interior da Inglaterra e depositavam a renda dos grandes proprietários de terras (FEAVEARYEAR, 1963). Os bancos do interior, por sua vez, emitiam notas que circulam localmente e cuja aceitação dependia da confiança depositada no bancário. Eles também estavam sujeitos ao limite de seis sócios e mantinham relações com os bancos privados de Londres, ao mesmo tempo em que nutriam a ambição de estabelecer um escritório na capital. É importante destacar que até meados do século XIX não havia uma rede de agências pertencentes a uma mesma instituição bancária – nem mesmo o Banco da Inglaterra – de modo que a multiplicação de bancos privados a partir de 1750 não significou um mero crescimento de filiais (KINDLEBERGER, 1984).

Pode-se perceber que os bancos do interior dependiam indiretamente do Banco, uma vez que as notas dele compunham parte da reserva daqueles bancos e podiam ser trocadas pelas notas

---

<sup>9</sup> Para mais detalhes, consultar a seção 2.3

deles. Ademais, os negócios com os bancos particulares da metrópole também acabavam envolvendo o Banco da Inglaterra, pois eles descontam suas notas lá. Desse modo, um excesso de emissão de notas pelos bancos do interior ou o aumento das letras descontadas pelos bancos de Londres poderia ser convertido em notas do Banco da Inglaterra, e, caso essas fossem levadas ao caixa deste para serem trocadas por guinéus, isso pressionaria as reservas do Banco.

A suspensão da conversibilidade das notas do Banco da Inglaterra impediu que suas reservas evaporassem, mas, em contrapartida, suscitou a possibilidade de excesso de emissão. Todavia, o autor destaca que o Banco era uma instituição sólida e não controlada diretamente pelo governo inglês, tornando-o mais confiável do que bancos similares em outros países europeus.

Na época, supunha-se que a redução no volume de notas do Banco teria efeitos sobre os preços internos, o Balanço de Pagamentos e a taxa de câmbio entre a moeda inglesa e as demais moedas, pois o preço mais baixo das mercadorias inglesas afetaria as exportações líquidas. Os estudiosos em questões monetárias também apontavam que, ao mesmo tempo, a disposição de mandar ouro para o exterior seria influenciada pelo volume de notas, impactando no preço do ouro não-cunhado (*bullion*).

Em relação a tais proposições, Thornton (*idem*) colocou que, ainda que o preço das manufaturas caísse em razão da escassez de notas, a falta de crédito aos comerciantes faria com que estes diminuíssem suas compras nos manufactureiros. Estes, por sua vez, reduziriam sua produção, cujo espaço seria preenchido por bens importados. Além disso, se a redução do preço das manufaturas fosse longe demais, isso poderia produzir a suspensão do trabalho daqueles que as fabricavam. Como os salários não acompanhavam a queda no preço dos produtos, os manufactureiros se sentiriam desencorajados a continuar produzindo, já que o lucro seria baixo. Por último, a diminuição das notas diminuiria a produtividade da indústria do país. Mesmo que a redução dos preços pudesse estimular as exportações, levaria os estrangeiros a ficar desconfiados, os quais relutariam em deixar seu dinheiro na Inglaterra e/ou o retirariam de lá.

Thornton passa à abordagem da condução da política adotada pelo Banco da Inglaterra e afirma que, antes de fevereiro de 1797, ela era principalmente de redução das emissões, uma aparente influência das ideias vinculadas a Adam Smith. Essa redução teve um efeito adverso sobre os bancos no interior da Inglaterra, pois parte significativa de suas reservas estava em notas do Banco. O temor de uma invasão francesa levava as pessoas aos bancos para trocar as notas por

ouro, diminuindo ainda mais suas reservas. Muitos bancos interioranos faliram nesse período, ao passo que o Banco enfrentou uma pressão ainda maior sobre suas próprias reservas.

O autor também contesta a versão de que este teria aumentado em demasia os empréstimos ao governo inglês (THORNTON, *idem*, 67), o qual precisava de recursos para pagar as tropas mobilizadas no exterior. Sendo assim, essa tampouco seria a causa da suspensão da conversibilidade das notas do Banco da Inglaterra. Outro ponto importante da argumentação é que o aumento dos empréstimos oferecidos por ele não significou um grande aumento do volume de notas<sup>10</sup>, já que esses empréstimos seriam condicionados por outros fatores, como a entrada ou saída de ouro dos seus cofres.

Thornton apontou que a suspensão da conversibilidade fora uma medida necessária para manter a confiança na instituição e nas suas notas. Ele também defendeu que o Parlamento não se intrometera indevidamente, pois a intervenção assegurara a manutenção o crédito das notas e o fornecimento de guinéus (moedas de ouro) para pequenos pagamentos. Assim, teria sido um mal necessário para enfrentar uma situação excepcional.

O capítulo VI representa uma virada na argumentação de Thornton, que passa a assumir a postura de “antiinflacionista convicto” (MURPHY, 2009). Na segunda parte de *Paper Credit*, o foco são os problemas causados por um aumento excessivo na quantidade de notas do Banco da Inglaterra. Em especial, destaca-se o aumento de preços internos e seus efeitos sobre o câmbio e o Balanço de Pagamentos. Retoma-se a teoria quantitativa da moeda no formato apresentado por Hume (1752), motivando Hayek a considerá-lo um dos pais da tradição “clássica” de teoria monetária (HAYEK, 1939). Segundo Hicks (1967), a necessidade de explicar a inflação na Inglaterra dos primeiros anos do século XIX e a crença de Thornton no padrão ouro levaram-no a conclusões “clássicas”, a despeito do “caminho keynesiano” seguido até o quinto capítulo.

A inconvertibilidade decretada em 1797 tornou a questão da emissão problemática por impedir o ajustamento automático do volume de notas através da conversão de notas em ouro. Em sistemas conversíveis, o risco de uma corrida bancária pressiona os bancos a serem prudentes, uma vez que qualquer excesso de notas pode voltar ao banco para ser trocado por ouro (e, no caso dos bancos do interior, por notas do Banco da Inglaterra). Com a inconvertibilidade, essa ameaça desapareceria e os bancos seriam estimulados a expandir o crédito além do que seria

---

<sup>10</sup> Houve mesmo redução da quantidade.

prudente, causando problemas para o Banco e, em última instância, para a economia inglesa, tanto interna quanto externamente.

A principal constatação dos capítulos finais de *Paper Credit* é a de que o aumento na emissão das notas do Banco da Inglaterra provocaria um aumento no gasto da economia e, conseqüentemente, um aumento nos preços. Desse modo, os males causados por esse excesso de notas seriam ainda maiores do que os decorrentes da redução da quantia dessas notas e, por isso, seria necessário controlar a emissão de papel. Haveria um aumento na velocidade de circulação das notas porque ninguém queria mantê-las consigo por um longo tempo, enquanto a oferta monetária seria inelástica, fazendo com que as novas notas não encontrassem correspondentes no aumento de bens e serviços (MURPHY, *idem*). Assim, o aumento da velocidade de circulação das notas implica que uma mesma quantidade delas é capaz de efetuar mais transações, alterando o montante em circulação que não provocaria um aumento generalizado dos preços.

No caso de uma economia aberta, Thornton mostra que o excesso de emissão fazia com que o ouro fosse enviado para o exterior (HAYEK, *idem*), sendo esta uma causa dos problemas no balanço de pagamentos, não uma consequência deles (MURPHY, *idem*). Essa teoria do mecanismo do movimento internacional do ouro e do comércio exterior foi inicialmente abordada por Thornton, embora esteja associada aos nomes de John Stuart Mill e David Ricardo (HAYEK, *idem*).

No penúltimo capítulo, o autor refuta a tese –“errônea”, de acordo com Hayek (1939) – de que a expansão monetária daria origem a aumentos no produto e no emprego no longo prazo. A explicação de Thornton seria uma antecipação do que se chamaria posteriormente de “poupança forçada” (LAIDLER, 2008), pois seu raciocínio supõe que os trabalhadores passam a consumir menos devido ao aumento de preços, mas o excesso de bens que poderia atenuar essa alta é menor do que o excesso de moeda, mantendo o nível de preços alto (HAYEK, *idem*). De acordo com Hicks (1967), os últimos capítulos de *Paper Credit* contêm uma análise do que Keynes chamaria de “eficiência marginal do capital”, em vista da relação com a taxa de juros e da dependência da expectativa no movimento de preços. Além disso, Thornton aborda a questão da taxa de juros e faz uma crítica à anacrônica lei da usura, a qual impedia que o Banco utilizasse esse instrumento de política monetária para combater a alta de preços.

### 3.2 As faces de Thornton

Muitas explicações são oferecidas para a mudança de postura de Henry Thornton ao longo de *Paper Credit*. Hicks (1967) supôs que a segunda parte do livro teria sido escrita pouco antes da publicação (1802), quando as circunstâncias haviam mudado. A assinatura do Tratado de Amiens (1801) teria sido um dos principais fatores por trás dessa mudança, já que teria reduzido o pânico em relação a uma possível invasão francesa à Grã-Bretanha. Por isso, Thornton passa a se mostrar um “homem da moeda forte no longo prazo”. Sendo assim, Thornton seria um pensador consistente se considerarmos sua crença na delimitação de fronteiras entre o que é apropriado para emergências de curto prazo (seu lado “keynesiano”) e o que é apropriado para políticas permanentes de longo prazo (HICKS, *idem*). Também há versões mais inusitadas que sugerem que Henry Thornton teria sido complacente com o Banco da Inglaterra na primeira parte de *Paper Credit* porque desejava proteger a reputação de seu irmão Samuel, diretor do Banco entre 1799 e 1801, justamente a época em que os capítulos iniciais teriam sido elaborados (MURPHY, 2009). Ademais, Murphy (*idem*) questiona se Thornton não seria um caso de um “liberal” (no sentido anglo-saxão da expressão) tornado “conservador” com o passar dos anos. Por último, Laidler (2008) concorda com Hicks (*idem*) em relação ao fato de Thornton ser um homem da “moeda forte” (*hard currency*) nas questões de política de longo prazo, ainda que não um advogado de um padrão ouro automático.

A despeito dessa mudança radical de postura, os méritos de Thornton não teriam sido diminuídos. Entre eles, destacam-se a não aceitação da ortodoxia monetária de David Hume e de Adam Smith (ao menos até o capítulo V de *Paper Credit*); o destaque dado ao papel potencial do Banco da Inglaterra como prestador de última instância; e o reconhecimento da importância crescente da moeda-crédito na economia e dos fortes indícios do desenvolvimento de um sistema não baseado em metais (MURPHY, *idem*). De acordo com Laidler (*idem*), *Paper Credit* levou a teoria monetária a um nível de sofisticação que não seria ultrapassado até o fim do século XIX, fazendo de Henry Thornton um dos mais importantes teóricos para a economia monetária entre David Hume e Knut Wicksell.

Adicionalmente, Murphy (*idem*) defende a existência de um “terceiro Thornton”, o qual apontaria para o papel do Banco da Inglaterra como “prestador de última instância” (*lender of last resort*), mas que não pôde se desenvolver plenamente devido à pressão exercida pelo “segundo Thornton”. Três outros motivos se somariam a esse para limitar a terceira “face” de

Thornton: as leis contra a usura; a instabilidade política do período; e seu papel como banqueiro influente em Londres. As “leis da usura” estabeleciam um limite máximo de 5% para a taxa de juros cobrada pelo Banco da Inglaterra, o que impedia o uso da taxa de juros para conter a demanda por crédito. Além disso, o aumento extraordinário dos lucros em decorrência da guerra contra a França impossibilitava a elevação da taxa de juros para restringir a procura por crédito, pois as taxas de juros e as taxas de lucro mantêm uma proporção direta entre si. Por sua vez, a instabilidade política do período também significava que a Inglaterra deveria manter uma substancial reserva de ouro para financiar a guerra contra a França. O fato de ser um banqueiro conhecido em Londres impedia que Thornton pregasse a substituição das moedas de ouro e prata por Londres, já que essa afirmação poderia prejudicar sua reputação profissional (MURPHY, *idem*).

Apesar de sua originalidade, Thornton foi relegado ao esquecimento por quase um século, enquanto David Ricardo era tido como a referência em assuntos monetários. Quando *Paper Credit* foi publicado, suas proposições foram amplamente debatidas e serviram como base para a elaboração de *High Price of Bullion* (1810-11), texto no qual Ricardo tenta explicar o aumento do preço do ouro concordando ou discordando das razões oferecidas pelo seu contemporâneo. Apenas no século XX Thornton seria resgatado da obscuridade, principalmente devido aos esforços de Viner (1924, 1937) e de Hayek (1939). Embora seu nome tenha sido esquecido durante o século XIX, as ideias de Thornton foram conhecidas e transmitidas por seus contemporâneos, permeando a teoria monetária clássica (LAIDLER, *idem*).

### **3.3 Conclusões parciais do capítulo**

Vimos neste capítulo como Thornton abordou o problema suscitado pela suspensão da conversibilidade das notas do Banco da Inglaterra em ouro e de que modo isso influenciou suas conclusões a respeito de tal banco. Inicialmente, o autor mostrou-se favorável à medida e isentou os diretores da instituição de culpa pelos eventos que resultaram nesse desfecho radical. Para Thornton, não seria recomendável contrair abruptamente a circulação das notas bancárias, sob o risco de provocar uma deflação que prejudicaria a atividade econômica. Todavia, nos capítulos finais de *Paper Credit*, ele passou a alertar sobre as consequências negativas de se aumentar em demasia a quantidade de notas, bem como a salientar a responsabilidade dos diretores do Banco sobre o que acontecia. De modo geral, ele reafirmou a conclusão da Teoria Quantitativa da

Moeda de que um aumento na oferta de moeda elevaria os preços, sem produzir um efeito duradouro sobre a economia. Sendo assim, ele apresentou argumentos para refutar tanto a contração quanto a expansão desmesurada na emissão das notas do Banco da Inglaterra.

No capítulo seguinte, destacaremos uma das contribuições especiais de Thornton: as bases para a função de prestador de última instância. Antes disso, porém, será feita uma breve caracterização do sistema monetário e das funções de um banco central moderno, de maneira a contextualizar tal contribuição e enfatizar sua importância.

## **CAPÍTULO 4- A CONTRIBUIÇÃO DE THORNTON PARA A CARACTERIZAÇÃO DE UM BANCO CENTRAL MODERNO**

Após a caracterização do sistema financeiro inglês da época de Thornton, é possível compreender melhor suas observações a respeito do arranjo particular que fazia do Banco da Inglaterra o coração daquele sistema e a principal fonte de *paper credit*. No capítulo anterior, vimos que o Banco deveria ser cuidadoso ao manejar o crédito e, conseqüentemente, a liquidez, pois tanto o excesso quanto a falta de notas poderiam ter efeitos nocivos à atividade econômica. Portanto, a ideia de “controle” de liquidez não deve se restringir ao caso em que o meio circulante não metálico cresce além do recomendável, mas também precisa levar em conta a ameaça de uma crise quando os bancos se veem em falta de reservas.

De maneira a ilustrar como esses princípios se transmitiram até nossos dias, começaremos com a caracterização simples de um sistema monetário moderno. A noção de criação de moeda pelos bancos através do sistema de reservas fracionárias é a base para entender como a oferta de moeda não pode ser totalmente determinada pela autoridade monetária, ainda que esta consiga influenciar o poder dos bancos de conceder crédito. Por tal razão, a quantidade de moeda ofertada é, essencialmente, endógena, o que tem conseqüências para a escolha da política monetária. Em seguida, passaremos às funções de um banco central, com ênfase na de “emprestador de última instância” (*lender of last resort*). Tentaremos mostrar que Thornton foi um dos primeiros a discutir a importância de o Banco da Inglaterra fornecer liquidez, irrestritamente, aos bancos ingleses em dificuldades, embora Bagehot seja conhecido como o criador do termo.

### **4.1 Sistema monetário, criação de moeda e necessidade de regulação**

Podemos definir o sistema monetário como o conjunto das instituições autorizadas a “criar moeda” (CARVALHO et. al., 2007). De um lado, encontra-se o banco central, responsável pela emissão de moeda física (papel – moeda e moedas metálicas de pequeno valor). De outros, os bancos autorizados a receber depósitos à vista (bancos comerciais ou bancos múltiplos), ou seja, a criar moeda escritural. As demais instituições financeiras que não estão autorizadas a receber depósitos à vista fazem parte do sistema financeiro não-monetário, como os bancos de investimento e de habitação.

O “milagre da criação da moeda” (GALBRAITH, 1975) permite que os bancos comerciais emprestem mais do que suas reservas, e tais empréstimos (lado do ativo) encontram uma contrapartida em depósitos à vista (lado do passivo). Ou seja, para cada empréstimo que o

banco concede, é creditado um valor correspondente na conta corrente do mutuário. Tal esquema é possível devido aos bancos adotarem um sistema de reservas fracionárias, no qual as reservas bancárias correspondem a uma parcela dos depósitos e estes podem aumentar sem que haja um aumento correspondente nas reservas. Como aponta Galbraith (*idem*), esse sistema havia sido “descoberto” pelos dirigentes do Banco de Amsterdã, fundado em 1609. Ao invés de apenas guardar o dinheiro de seus clientes, a instituição passou a usar os depósitos ociosos para empréstimos para terceiros.

Entretanto, os bancos não podem criar moeda indefinidamente. Ainda que seja pouco provável que todos os depositantes venham sacar a totalidade de suas reservas ao mesmo tempo, os bancos devem manter em seus cofres uma porcentagem dos depósitos para fazer frente às necessidades diárias de saque. Além disso, também é de interesse da autoridade monetária controlar a expansão do crédito na economia, tanto para evitar crises bancárias quanto para mitigar eventuais pressões inflacionárias. Um dos controles colocados à criação de moeda escritural são as reservas compulsórias, que correspondem a uma determinada fração do total de depósitos dos bancos comerciais e ficam em uma conta sob a tutela do banco central. Por motivos de prudência, as instituições bancárias podem manter reservas além do que é obrigatório: as reservas voluntárias, também guardadas pelo banco central; e o encaixe técnico, que visa atender às exigibilidades diárias de saques dos clientes.

A relação entre o volume de reservas e a quantidade de depósitos é dada pelo multiplicador bancário. Sendo  $R$  o volume de reservas e  $D$  o montante de depósitos, tem-se que:

$$R = R_1 + R_2 \quad (1)$$

Considerando-se  $R_1$  as reservas voluntárias e  $R_2$  as reservas compulsória, temos:

$$R_1 = r_1 D \quad (2a)$$

$$R_2 = r_2 D \quad (2b)$$

Isto é, cada tipo de reserva mantém uma relação direta com os depósitos. Se as reservas são parte dos depósitos, logo:

$$R = R_1 + R_2 = r_1 D + r_2 D = (r_1 + r_2) \times D \quad (3)$$

De onde obtemos a relação:

$$D = \frac{R}{r_1 + r_2} = m \times R \quad (4)$$

E o multiplicador bancário, por sua vez, corresponde a:

$$m = \frac{1}{r_1 + r_2} \quad (5)$$

O significado de tal relação é que, ao aumentar o coeficiente de reservas compulsórias, o banco central reduz a capacidade de os bancos criarem moeda escritural a partir de um dado volume de reservas. Os bancos, de sua parte, também podem decidir aumentar o coeficiente de reservas voluntárias, reduzindo o crédito aos clientes.

Além do multiplicador bancário, há também o multiplicador monetário, que significa que os meios de pagamento são um múltiplo da base monetária. Ou seja, ele mostra a capacidade de os bancos criarem moeda endogenamente através da moeda escritural (depósitos à vista). Resumidamente, ele pode ser expresso por  $\Delta MP = \alpha \times \Delta B$ , em que  $\Delta MP$  é a variação na quantidade de meios de pagamento,  $\Delta B$  é a variação da base monetária e  $\alpha$  é o multiplicador monetário. Esse multiplicador é dado por:

$$\alpha = \frac{1}{1 - d(1 - e)} \quad (6)$$

Consideramos  $d$  como a relação entre depósitos à vista em relação aos meios de pagamento e  $e$  a razão entre os encaixes totais do banco e os depósitos à vista.

$$d = \frac{DV}{MP} \quad (6a)$$

$$e = \frac{E}{DV} \quad (6b)$$

Ou seja, se aumentar a proporção entre reservas bancárias em relação aos depósitos à vista, mantido  $d$  constante, menor será o multiplicador. Caso aumente a proporção de depósitos à vista vis-à-vis os meios de pagamentos, mantido  $e$  constante, maior será o multiplicador. Dessa maneira, pode-se perceber que o banco central pode controlar a quantidade de meios de pagamento na economia de duas maneiras: controlando a base monetária; ou influenciando o multiplicador através do aumento do compulsório (que aumenta a razão  $e$ ). Em uma economia moderna, em que as pessoas costumam usar pouco a moeda manual e preferem pagar com o saldo

de suas contas correntes – por meio de cheques ou cartões de débito – a quantidade de depósitos à vista se torna uma variável crucial, sendo mais efetivo o segundo tipo de controle.

Na seção seguinte, examinaremos outras formas de atuação do banco central, no sentido de apoiar as instituições bancárias e, concomitantemente, prevenir crises decorrentes da imprudência das mesmas. Em especial, trataremos de uma função que busca remediar os efeitos de uma escassez de liquidez nessas circunstâncias.

#### **4.2 As funções de um banco central moderno**

Como vimos anteriormente, o banco central é responsável por fornecer a moeda manual utilizada nas transações quotidianas, além de exercer certo controle sobre o poder dos bancos de criar a moeda escritural. Além destas atribuições básicas, é possível dizer que o banco central é o guardião do sistema monetário e, portanto, deve zelar pelo seu bom funcionamento.

De acordo com Carvalho *et al. (idem)*, um banco central tem as seguintes funções: i) emissor de Papel-moeda e Controlador da liquidez; ii) Banqueiro dos Bancos; iii) Regulador do Sistema Monetário e Financeiro; e iv) Depositário de Reservas Internacionais.

A primeira destas funções, comentada anteriormente, significa que apenas a autoridade monetária tem o poder de emitir cédulas a serem usadas como moeda de curso forçado (ou seja, aquela que deve ser obrigatoriamente aceita no pagamento de dívidas). Ademais, também pode limitar a concessão de crédito pelos bancos a fim de evitar crises ou mesmo para arrefecer o nível de atividade econômica.

Ser “banqueiro dos bancos”, por sua vez, significa que o banco central realiza atividades de apoio para as instituições financeiras, como a compensação de cheques, o transporte de cédulas e moedas metálicas aos bancos e a manutenção de parte das reservas dos bancos (compulsórias e voluntárias). Além disso, faz parte dessa função a atuação do banco central enquanto prestador de última instância; ou seja, o aporte de liquidez às instituições bancárias com reservas insuficientes para suas necessidades. O banco central pode fornecer essa liquidez de duas maneiras: através de uma operação de redesconto, em que adquire ativos do banco em necessidade, ou por meio de um empréstimo a essa instituição. A taxa de redesconto tem um papel importante na política monetária, visto que o patamar em que é fixada pode incentivar ou desencorajar os bancos a expandirem os empréstimos ao público não bancário e, conseqüentemente, afeta o nível de risco assumido por essas instituições. Se a intenção é inibir o crédito, eleva-se a taxa de redesconto; caso contrário, essa taxa é reduzida.

Em terceiro lugar, o banco central faz a regulação das operações de bancos comerciais e das demais instituições financeiras, de modo a proteger os depósitos dos clientes e garantir a solvência de cada banco, principalmente para impedir possíveis crises sistêmicas. Sendo assim, são criadas várias exigências que os bancos devem cumprir para poderem funcionar, com destaque para o volume de reservas compulsórias. Ou seja, os bancos precisam manter um percentual dos depósitos em uma conta no banco central para que, em caso de falência, seja assegurado o resgate de parte desses depósitos.

Por último, a prerrogativa de guardião das reservas internacionais pertence ao banco central. O controle dessas reservas permite que a autoridade monetária influencie ou até mesmo controle a taxa de câmbio, bem como evita as consequências mais drásticas de um déficit no balanço de pagamentos. Deve-se ressaltar que, embora essas reservas sejam controladas pelo banco central, elas estão aplicadas em títulos da dívida pública dos Estados Unidos, de alta liquidez e baixíssimo risco, não constituindo um estoque físico da moeda chave do sistema monetário internacional.

Tais funções parecem quase óbvias atualmente, mas mesmo o monopólio das emissões não esteve sempre presente na história dos bancos centrais. O Banco da Inglaterra, considerado o modelo dos bancos centrais modernos, obteve o monopólio da emissão de notas bancárias na metrópole de Londres no início do século XVIII, mas os bancos no interior do país continuaram a emitir suas notas desde que respeitados os limites de participação societária. O controle que o Banco exercia sobre a liquidez era indireto, pois ao mudar sua taxa de desconto variava o volume de crédito disponível através do desconto de letras levadas ao seu caixa. Quando desejava reduzir a disponibilidade de crédito aos mercadores da metrópole, o Banco simplesmente elevava a *Bank rate*, e vice-versa.

Entretanto, a responsabilidade mais problemática para a instituição era a de prestador de última instância. Em várias crises nos séculos XVIII e XIX, debateu-se quem deveria assumir esse encargo, se o governo inglês ou o Banco da Inglaterra. Somente após a crise de 1825 o Banco aceitaria atuar como tal, garantindo a manutenção do sistema bancário. O problema levantado por vários autores era de que a garantia de uma ação salvadora poderia incentivar os bancos a correrem mais riscos no afã de lucrarem com os empréstimos adicionais, sabendo que seriam salvos em caso de crise. Essa questão do *moral hazard* reapareceu na crise financeira de 2008, quando o governo Obama prestou socorro às instituições financeiras prestes a falir e

recebeu duras críticas por ajudar os imprudentes. Para provar que era capaz de distinguir entre as instituições, o FED deixou o banco Lehman Brothers ir à falência – e as consequências foram desastrosas.

### 4.3 O prestador de última instância

Publicado por Bagehot originalmente em 1873, *Lombard Street* se propôs a explicar o funcionamento do sistema bancário inglês, cujo coração estava na rua londrina do título (localizada na City, o centro financeiro da capital inglesa), e mostrar como a configuração de tal sistema estava enraizada no modo de pensar dos ingleses, sendo que qualquer alteração substancial seria muito complicada. O arranjo em que um único banco controlava as reservas bancárias do país recebia muitas críticas e mesmo Bagehot não o considerava o mais eficiente, porém a tentativa de alterá-lo teria quase o mesmo impacto de que propor que a monarquia inglesa fosse substituída por uma república (BAGEHOT, 1931).

O nome do autor é normalmente vinculado ao conceito de “prestador de última instância”, que significa que é a entidade a quem os bancos recorrem quando suas reservas estão em níveis extremamente baixos e não têm mais a quem pedir emprestado. Tal atribuição decorre da circunstância exposta anteriormente, ou seja, o controle das reservas bancárias. Nas palavras do autor:

*“Nothing, therefore, can be more certain than that the Bank of England has in its respect no peculiar privilege; that it is simply in the position of a Bank keeping the banking reserve of the country; that it must in time of panic do what all other similar banks must do; that in time of panic it must advance freely and vigorously to the public out of the reserve”.*(BAGEHOT, *idem*, 187).

As propostas de Bagehot quanto ao papel a ser desempenhado por um banco central em um contexto de crise financeira são resumidas por Goodhart (1999) em três itens:

1. Emprestar livremente;
2. A uma alta taxa de juros;
3. Com contrapartida de bons ativos bancários.

Emprestar livremente significa socorrer todas as instituições que tiverem necessidade durante uma crise financeira, a fim de interromper o pânico e evitar que o sistema bancário entre em colapso. Por sua vez, a regra de utilizar uma taxa de juros mais alta como pagamento do socorro tinha como objetivo impedir que as instituições agissem imprudentemente ou que recorressem a essa ajuda sem tanta necessidade. Essa taxa deveria ser mais elevada do que aquela normalmente utilizada nos descontos que os bancos realizam, lembrando que, na época em que

Bagehot escreveu seu livro, uma “alta” taxa de juros era um valor próximo a 7%, sendo que 10% era uma taxa exorbitante. Por último, esses empréstimos deviam ter como colateral ativos bancários de boa qualidade, que passariam para o controle do banco central. Tal medida também se destinava a conter o pânico, dado que, se os ativos dos bancos mais confiáveis fossem recusados, os outros, de pior qualidade, certamente o seriam.

Bagehot (*idem*) aponta que em situações normais, o Banco da Inglaterra era apenas um entre muitos emprestadores, ao passo que, durante uma crise, seria o único disposto a emprestar e, portanto, a conter o pânico. Além do *timing* da operação de socorro aos bancos, outro problema que envolvia a atuação do emprestador de última instância era a incerteza de que o Banco da Inglaterra assumiria essa responsabilidade. Não havia nenhuma lei ou regimento interno que obrigasse a instituição a tomar essa responsabilidade para si, bem como nunca uma resolução ou relatório de um comitê parlamentar havia regulamentado o assunto. Durante o século XIX, havia uma discussão sobre quem deveria ser responsável pelo socorro aos bancos, o governo inglês ou o Banco. Durante a crise de 1825, o Banco se recusou a ajudar e levou o governo a assumir o encargo (KINDLEBERGER, 1984). A discussão terminou com o *Bank Act* de 1844, o qual dividiu o Banco em dois departamentos – de emissão (*Issue Department*) e bancário (*Banking Department*), sendo que o último assemelhava-se a um banco privado (*joint-stock*) qualquer. A mudança levou muitos a acreditar que o Banco da Inglaterra não tinha qualquer responsabilidade de salvar os outros bancos (BAGEHOT, *idem*), pois ele mesmo era, em parte, um banco privado como o restante.

No período de 1825 a 1857, o Banco cometeu diversos erros ao tentar mitigar as crises (de 1837-39, de 1847 e 1857) e precisou de uma licença do Parlamento para quebrar a regra que limitava o volume de emissões, também presente na lei de 1844. Todavia, de 1857 em diante houve uma considerável melhora nessa atuação, com um socorro mais pronto do que anteriormente. As novas políticas adotadas pelo banco tiveram resultados benéficos, palpáveis e rápidos; por exemplo, o aumento gradual das taxas de juros conteve a saída de metais preciosos da Inglaterra. O mercado monetário viveu uma calma quase contínua entre 1866 e 1870, quando o Banco da França suspendeu os pagamentos em espécie (ou seja, a conversibilidade das notas em metais preciosos). Com isso, Londres se tornou o único mercado de metais e exigiu que o Banco da Inglaterra aumentasse suas reservas (BAGEHOT, *idem*).

A questão da proporção entre depósitos e reservas também foi abordada por Bagehot. A noção mais difundida era de que as reservas do Banco deveriam ser uma proporção fixa do volume de depósitos, geralmente um terço. O autor argumenta que a proporção fixa não seria capaz de atender às necessidades das diferentes situações, embora concordasse que deveria haver um limite mínimo de reservas. O “mínimo de apreensão” (*apprehension minimum*) seria a soma abaixo da qual as reservas não deveriam cair. Supondo que o Banco nunca deveria manter menos de 11, 5 milhões de Libras esterlinas e que qualquer imprevisto poderia acontecer, Bagehot (*idem*) recomendou que, quando as reservas estavam entre 14 e 15 milhões de Libras e houvesse ameaça de saída de metais para o exterior, a taxa de juros deveria começar a ser aumentada.

Podemos concluir que a responsabilidade de fornecer liquidez ao sistema bancário em crise nem sempre foi imposta ao Banco da Inglaterra, porém era reconhecida a necessidade de que ele evitasse o caos. Em *Lombard Street*, Bagehot descreve o modo como essa intervenção deveria ser feita e qual a quantidade de reservas necessárias para permitir que o Banco conseguisse manter as operações de socorro sem se fragilizar. Considerando que os demais bancos centrais modernos se inspiraram no modelo inglês, pode-se inferir que também adotaram essas regras nas ocasiões de necessidade.

#### **4.4 A contribuição de Thornton**

De acordo com Goodhart (1999), um dos “mitos” a respeito da ideia de emprestador de última instância é que Bagehot é tratado como o primeiro a escrever sobre o tema, ignorando-se a contribuição de Thornton. Embora *Lombard Street* tenha sido uma obra marcante, seu autor não deu o devido crédito aos pensadores que o antecederam e cujas ideias estavam presentes no livro de 1873.

Na primeira parte de *Paper Credit*, Thornton discorre sobre os problemas ligados a uma redução acentuada da quantidade de notas do Banco da Inglaterra, o que equivalia a uma retração no crédito. Seu temor era de que a contração da liquidez provocasse uma grande queda na atividade econômica<sup>11</sup>, dado que os homens de negócio (*merchants*) teriam que reduzir seus empréstimos. A fim de evitar que isso ocorresse, Thornton recomendou que os diretores do Banco emprestassem livremente àqueles que vinham descontar suas letras em momento de alarme, ainda que a quantidade de ouro fosse baixa e as notas bancárias já tivessem aumentado

---

<sup>11</sup> Corresponde ao “*trade*” comumente mencionado pelos autores ingleses.

em quantidade. Esta recomendação de Thornton corresponde ao primeiro princípio de Bagehot, o de emprestar livremente (GOODHART, 1999), ou seja, aumentar o crédito disponível em épocas de escassez e alarme.

Todavia, era necessário evitar que os bancos do interior se mostrassem imprevidentes e aumentassem demasiadamente suas notas ao saberem que o Banco da Inglaterra os socorreria em caso de necessidade, um típico caso de “risco moral” (*moral hazard*). Assim como Bagehot posteriormente recomendaria altas taxas de juros e ativos confiáveis como contrapartida do empréstimo de emergência, Thornton aconselhou que os diretores do Banco fossem prudentes:

*“It is by no means intended to imply, that it would become the Bank of England to relieve every distress which the rashness of country banks may bring upon them: the bank, by doing this, might encourage their improvidence. There seems to be a medium at which a public bank should aim in granting aid to inferior establishments, and which it must often find very difficult to be observed. The relief should neither be so prompt and liberal as to exempt those who misconduct their business from all the natural consequences of their fault, nor so scanty and slow as deeply to involve the general interests.”* (THORNTON, 1939, 236)

Em razão da vigência da Lei da Usura (*Usury Laws*) no período em que Thornton viveu, ele não pôde recomendar taxas de juros acima do permitido pela legislação. Murphy (2009) destacou este problema como um dos impedimentos para que uma terceira face de Thornton se desenvolvesse, isto é, aquela que poderia ser percebida em suas observações sobre os possíveis substitutos para o ouro, as diferentes velocidades de circulação desses meios e as críticas dirigidas a Montesquieu, Hume e Smith no capítulo final de *Paper Credit*. O limite de 5% na taxa de juros significava que o Banco não poderia atrair ouro do exterior através da elevação dos juros, nem conter a demanda interna por empréstimos em épocas de grande euforia, além de perder um importante instrumento contra a especulação.

No que diz respeito à exigência de um colateral sólido para os empréstimos, Thornton acreditava que as letras descontadas pelo Banco eram suficientemente seguras e não precisariam de outra garantia. Nas palavras do autor:

*“It may be answered (...) that the bills which the bank discounts, are, generally speaking, so safe, that the security either of goods, or stocks, or land, none of which are received in pledge by the directors, may be considered as nearly superfluous. A very small proportion of the five per cent discount, gained upon the bills turned into ready money at the bank, has compensated, as I believe, for the whole of the loss upon them, even in the years of the greatest commercial failures which have yet been known”.* (THORNTON, *idem*, 101)

Embora Thornton tenha feito advertências a respeito do perigo de reduzir excessivamente o meio circulante não metálico na forma de notas bancárias, ele também se preocupou com as consequências do aumento do volume dessas notas sobre o nível de preços. Como foi exposto

anteriormente, a suspensão da conversibilidade do papel -moeda eliminava a possibilidade de que o excesso de notas fosse levado ao Banco para ser trocado por ouro. Consequentemente, o Banco poderia emprestar mais, emitindo a quantidade equivalente de notas bancárias, sem que isso ameaçasse as reservas da instituição. A Restrição, portanto, favorecia a imprudência dos diretores do Banco da Inglaterra, os quais poderiam expandir o crédito para lucrar mais sem a preocupação de uma eventual corrida bancária.

Até 1797, a principal preocupação em relação aos bancos relacionava-se ao volume de suas reservas em ouro. A partir do início da Restrição, a inflação e a estabilidade de preços tornaram-se as questões mais relevantes: entre 1800 e 1801 e, posteriormente, entre 1809 e 1810, verificou-se um aumento geral nos preços, com destaque para o preço dos cereais e do ouro em barras (*bullion*). Até 1809, houve aumento das notas bancárias do Banco da Inglaterra e de outros bancos, além do aumento dos depósitos totais. A diminuição das notas no período anterior à Restrição foi mais do que compensada pelo aumento posterior. No entanto, depois de 1809, a oferta de agregados monetários passou a ser estável, bem como a circulação das notas do Banco (ARNON, 2011).

Desse modo, é possível perceber que a análise de Thornton acompanhou a mudança das circunstâncias, passando a considerar os efeitos negativos do aumento da liquidez. Para ele, tal aumento devia-se à imprudência dos diretores do Banco, pois estes se sentiam seguros para expandir o crédito – e, por conseguinte, a emissão de notas bancárias – sem que o excesso de notas pudesse vir a ser trocado por ouro. A consequência dessa atitude seria a desvalorização da moeda inglesa, ou seja, a elevação dos preços, a qual pôde ser verificada durante a primeira década do século XIX.

A mudança na abordagem de Thornton, quanto ao que seria o problema mais grave em relação ao meio circulante, também influenciou seu julgamento a respeito do Banco da Inglaterra e do seu quadro de diretores. De acordo com Boyer (2003), Thornton escreveu *Paper Credit* em defesa da Restrição e rebateu as críticas direcionadas ao Banco pela decisão de suspender a conversibilidade das notas. Inicialmente, o autor isentou os diretores da responsabilidade pelos acontecimentos que levaram à mencionada decisão, pois não havia como o Banco controlá-los. Além disso, o capítulo VI mostrou as razões para não admitir a presunção de que os diretores deveriam ser culpados por não fazerem uma provisão mais adequada de antemão, concluindo que eles tiveram muita preocupação e cuidado. Ao defender o monopólio do Banco da Inglaterra,

Thornton argumentou que esse privilégio permitia ao Banco sustentar o valor de suas próprias notas, bem como do papel do país inteiro, e impunha uma completa responsabilidade sobre seus diretores. Portanto, se a emissão de notas fosse exageradamente aumentada, fazendo com que o valor da moeda diminuísse, os responsáveis por isso seriam aqueles que administravam a instituição que emitia o principal meio circulante não metálico da Inglaterra.

A recomendação de Thornton para o manejo da emissão procurou responder aos dois problemas levantados em *Paper Credit*: a contração demasiada e a expansão irresponsável das notas. A quantidade de notas disponíveis deveria ser suficiente para manter o nível de atividade econômica por meio do fornecimento adequado de crédito aos homens de negócio, sem que isso prejudicasse o valor da moeda. Dessa maneira, a solução não seria a redução do número absoluto de notas bancárias em circulação, mas o estabelecimento de limites para a variação de sua quantidade, o que permitiria um lento e cauteloso aumento quando há uma expansão da atividade econômica do país (THORNTON, *idem*, p. 141).

#### **4.5 Conclusões parciais do capítulo**

Pode-se concluir que Thornton forneceu as bases para o conceito de emprestador de última instância e para a definição das responsabilidades que um banco central – no caso, o Banco da Inglaterra – teria no controle da liquidez e do crédito. Embora o sistema bancário tenha se tornado mais complexo desde que *Paper Credit* foi publicado pela primeira vez, a essência de seu funcionamento pôde ser captada com clareza na obra em questão. Ademais, o dilema em que os bancos centrais se encontram a cada crise não parece ter mudado muito: salvar o sistema da completa bancarrota ou combater a imprudência dos bancos? Ainda que Thornton não tenha falado em um *Big Bank* (MINSKY, 1984) que evitaria o alastramento da crise, suas recomendações o inclinam à primeira alternativa.

## CAPÍTULO 5- CONCLUSÕES

Ao longo desta monografia, procurou-se entender a contribuição de Henry Thornton para o desenvolvimento de uma teoria sobre as funções e responsabilidades de um banco central, em especial no que tange ao gerenciamento da liquidez. Nesse sentido, a mudança de posicionamento em seu livro – passando de antideflacionista para antiinflacionista – pode ser vista como uma preocupação em evitar um fornecimento de liquidez inadequado para as necessidades da economia, seja este insuficiente ou excessivo. Além disso, o autor se preocupou com a questão do socorro ao sistema bancário perante de uma crise aguda, problema que continua a ser um dilema para os bancos centrais modernos.

Inicialmente, foi necessário descrever como funcionava o sistema bancário inglês do terceiro quartel do século XVIII, bem como caracterizar as particularidades da moeda inglesa no mencionado período. Por exemplo, a coexistência de moedas metálicas (ouro e prata, principalmente) com diversas formas de meios circulantes não- metálicos – o *paper credit* de Thornton. Somente depois de tais considerações introdutórias pôde-se compreender adequadamente o contexto sobre o qual foi escrito *Paper Credit*.

Um dos elementos mais relevantes na caracterização do sistema bancário inglês foi sua divisão em três grupos: o Banco da Inglaterra; os outros bancos privados de Londres; os bancos do interior da Inglaterra. O Banco da Inglaterra – fundado em 1694 com o objetivo de financiar o governo inglês na Guerra dos Nove Anos – era a principal instituição bancária daquele sistema, detendo o monopólio da emissão de notas bancárias na metrópole londrina, além de ser responsável pela administração da dívida pública inglesa. Embora fosse uma empresa particular, sua função pública (como a de administração da dívida) e seus privilégios conferiam destaque diante dos demais bancos. Por sua vez, os bancos privados interioranos e de Londres poderiam ter, no máximo, seis sócios e apenas os primeiros tinham a permissão de emitir notas bancárias (KINDLEBERGER, 1984; FEAVEERYEAR, 1963).

Em sua exposição, Thornton apontou que as notas dos bancos interioranos poderiam ser convertidas em notas do Banco, sendo que se houvesse um excesso de emissão por parte daqueles bancos, seria o caixa do Banco a arcar com o prejuízo, já que teria que converter em ouro as notas adicionais. Além disso, o ato parlamentar que instituiu a Restrição não englobou os bancos do interior, ainda que tenha interrompido a sangria nos cofres do Banco da Inglaterra (THORNTON, *idem*).

A reconstituição histórica apresentada no segundo capítulo iniciou-se com a criação do Banco da Inglaterra e encerrou-se com o *Bank Act* de 1844, o qual o dividiria em dois departamentos: o bancário (*Banking Department*), encarregado das operações comerciais regulares; e o de emissão (*Issue Department*), responsável pelo controle da emissão de notas bancárias. O desfecho do período apresentado poderia ter sido a volta da conversibilidade, porém optou-se por utilizar o evento mais marcante do *Bank Act*, o qual trouxe mudanças substanciais, como a mencionada acima.

No capítulo três, vimos uma síntese da obra de Thornton, com o auxílio de seus mais destacados comentadores: Hayek (1939), Hicks (1967), Laidler (2008) e Murphy (2009). Constatou-se que a suspensão da conversibilidade das notas do Banco da Inglaterra trouxe uma preocupação adicional com a quantidade de notas emitidas por tal banco, a qual poderia sair do controle sem a necessidade de ameaças de corrida bancária. Em outras palavras, a impossibilidade de trocar as notas por ouro permitiria que se expandissem os empréstimos ao público, já que o excesso não poderia mais voltar ao Banco. Vale lembrar que os empréstimos – aos homens de negócio – tinham uma contrapartida em notas bancárias, de modo que uma expansão do crédito também correspondia a um aumento do volume de notas em circulação. Diante de um possível excesso de papel-moeda, a recomendação usual era promover uma drástica redução da emissão de notas, com o objetivo de mitigar o impacto no nível de preços.

Thornton iniciou sua exposição a partir das relações entre o crédito e a moeda, as quais resultariam nas diversas modalidades de *paper credit*. Para ele, o crédito comercial, definido como a “confiança existente entre homens de negócio em relação a seus assuntos mercantis”, surgiu antes do aparecimento de moedas e notas e deu origem aos instrumentos de crédito usados no período em que escreve (THORNTON, 1939, p. 36). Esta argumentação teórica tinha implicações práticas, legitimando a existência dos certificados de crédito utilizados nas transações comerciais. Sua crítica à *Real Bills Doctrine*, associada a Adam Smith, é também parte da defesa do *paper credit*, pois Thornton argumentou que até mesmo as letras de câmbio originadas de transações reais – isto é, transações envolvendo bens ou serviços – poderiam ser multiplicadas, e não apenas as letras “fictícias” (THORNTON, *idem*, p. 42-43). Sendo assim, Thornton acreditava que o uso das diversas formas de papel que circulavam não produziria os estragos que os teóricos do período lhes atribuíam.

É preciso considerar que, apesar de sua relevância, as notas bancárias não eram o único tipo de *paper credit* e podiam mesmo ser substituídas por letras de câmbio em diversas situações, como no comércio internacional. A diferença entre notas e letras consistia no fato de que as últimas pagavam juros e eram emitidas em favor de alguém, enquanto as primeiras não pagavam juros e eram pagáveis ao portador. Isso fazia com que a velocidade de circulação das notas fosse maior do que a das letras, pois estas eram guardadas por mais tempo em razão dos juros que ofereciam (THONRTON, *idem*, p. 47). A questão das diferentes velocidades de circulação das diversas formas de *paper credit*, por sua vez, serviu de base para a contestação de outra proposta de Adam Smith: a de que a quantidade correta de meios circulantes não-metálicos deveria ser igual ao volume de ouro que circularia se estes meios não existissem. Como as velocidades são diferentes, não seria possível saber qual a quantidade “correta” de *paper credit* deveria circular.

Após a defesa dos instrumentos de crédito, Thornton criticou a proposta de redução radical do volume de notas bancárias. Seu argumento principal era de que a contração abrupta e exagerada da emissão teria efeitos nocivos à economia, tão ruins ou piores do que o excesso de notas, já que isso significaria reduzir o crédito aos negociantes (*merchants*). Desse modo, o autor não via necessidade de tomar medidas drásticas quanto à emissão, nem de condenar “papeis fictícios” pela perda de valor de moeda inglesa – como mostrou sua crítica à *Real Bills Doctrine*. Ademais, como banqueiro profissional, ele não compartilhava da desconfiança de David Hume em relação às instituições bancárias ou ao papel-moeda.

Entretanto, Thornton não ignorou os problemas decorrentes do excesso de emissão de notas pelo Banco da Inglaterra. Enquanto na primeira parte do livro ele se inquietara com os efeitos nocivos da deflação, na segunda sua maior preocupação seria com a inflação (MURPHY, 2009), levando-o ao raciocínio inspirado na Teoria Quantitativa da Moeda para explicar como um excesso de notas produzia um aumento do nível de preços. Tal postura se manteve posteriormente, por exemplo, no debate sobre as causas do aumento do preço do ouro (*bullion debate*) em 1810-11, sendo que ele foi um dos membros da comissão parlamentar designada para investigar a matéria. As causas dessa mudança foram amplamente discutidas por seus comentaristas mais importantes, como Hayek, Hicks e Murphy.

O julgamento de Thornton sobre a atitude da diretoria do Banco da Inglaterra também se modificou com o tempo, acompanhando sua mudança de postura quanto à emissão. Inicialmente, ele defendera os diretores, eximindo-os da responsabilidade pela situação que levou à Restrição e

defendendo esta medida drástica (THORNTON, 1939; DE BOYER, 2003; HICKS, 1967). Segundo o autor, a crise vivida pela Inglaterra nos últimos anos do século XVIII teria sido consequência da pressão sobre o balanço de pagamentos (com a drenagem externa de ouro), agravada pelos obstáculos ao comércio associados à guerra contra a França e pelas más colheitas em 1799 e 1800 (o que aumentava a necessidade de importar alimentos); ou seja, não era resultado de uma má administração (THORNTON, *idem*; HICKS, *idem*).

Contudo, ao abordar os efeitos nocivos do excesso na emissão de notas, Thornton mostrou-se mais crítico, assumindo que os diretores teriam completa responsabilidade pelos acontecimentos, dado o monopólio do Banco sobre as emissões de notas bancárias em Londres (THORNTON, *idem*, p. 123). Ainda que não os tenha culpado diretamente, Thornton não fez questão de defendê-los na segunda parte do livro ou de diminuir a parcela de responsabilidade do Banco no aumento de preços. Sendo assim, tal instituição não seria mais tão inocente como o autor havia suposto no princípio de sua obra.

Por último, o quarto capítulo da monografia destinou-se a explicar simplificada e como os bancos criam moeda ao realizarem empréstimos ao público não-bancário, sendo este fato decorrente da adoção de um sistema de reservas fracionárias. Evidentemente, não consideramos as recentes inovações financeiras – como a securitização – as quais tornaram as relações de crédito muito mais complexas. Também é preciso levar em conta que, na época de Thornton, o correspondente dos empréstimos era dado em notas bancárias, de modo que uma expansão do crédito aos homens de negócio produzia um aumento no volume de tais notas em circulação.

O item seguinte do capítulo quarto abordou as funções típicas de um banco central moderno, conforme a exposição de Carvalho *et al.* (2007), enfatizando-se a função de prestador de última instância para o sistema bancário. Argumentou-se que uma das contribuições mais significativas de Thornton é a ideia de que o Banco da Inglaterra deveria emprestar aos bancos em dificuldade quando ninguém mais se dispusesse a fazê-lo. O socorro aos bancos evitaria que eles quebrassem e, assim, seria uma prevenção contra um pânico que potencializaria os efeitos da crise inicial. Embora Bagehot tenha sido o criador do conceito de “prestador de última instância” (*lender of last resort*), as bases foram estabelecidas por Thornton (GOODHART, 1999).

Ainda que fuja do escopo desta monografia, é importante mencionar que a atuação de um prestador de última instância ainda envolve o dilema moral entre salvar o sistema bancário, evitando o contágio da crise, e evitar que os bancos tomem riscos excessivos, por saberem que haverá ajuda em caso de necessidade. Como foi visto no final do capítulo dois, durante o século XIX se discutiu se a prerrogativa de salvar os bancos caberia ao governo inglês ou ao Banco da Inglaterra, o que levou a sérios impasses em momentos delicados. Embora finalmente o Banco tenha assumido tal responsabilidade, isso não eliminou o dilema moral para ele ou para os demais bancos centrais modernos.

Finalmente, é possível concluir que a obra econômica de Henry Thornton teve grande importância para o tema das responsabilidades de um banco central. Em primeiro lugar, o autor apontou que a redução abrupta e acentuada da quantidade de notas bancárias seria prejudicial à economia, pois isto significava a redução do crédito aos homens de negócio (*merchants*) e, conseqüentemente, a redução das atividades produtivas. Em segundo lugar, afirmou que a quantidade dessas notas em circulação não poderia, tampouco, ser excessiva, pois isto elevaria o nível de preços. Por último, ainda que relacionado ao primeiro aspecto, o Banco da Inglaterra deveria emprestar “livremente” aos bancos em dificuldades, sendo esta a base da função de *prestador de última instância*.

É preciso esclarecer que transpor para a realidade atual todas as observações de Thornton acerca do sistema monetário inglês do final do século XVIII não seria uma tarefa fácil e, mesmo se assim fosse, traria o perigo do anacronismo. Em linhas gerais, pode-se dizer que a principal contribuição do autor foi apontar a responsabilidade de um banco central na regulação do crédito e da liquidez da economia. No entanto, os desenvolvimentos posteriores do sistema financeiro contribuíram para aprimorar tal teoria, de maneira que mesmo a explicação tradicional dos manuais de economia monetária (sobre o controle de liquidez) não consegue captar a magnitude do poder de criação de moeda por parte dos bancos.

Neste estudo, evitou-se atribuir a Thornton adjetivos ou classificações que nem ao mesmo tempo foram contemporâneas, como a de “keynesiano” ou “monetarista”. Embora várias de suas observações possam guardar alguma semelhança com essas escolas de pensamento contemporâneas, não há uma correspondência perfeita entre os argumentos de Thornton e os dessas. Assim, não foi adotada a terminologia de Hicks (1967), o qual associou o “primeiro

Thornton” ao pensamento de Keynes e ao “segundo Thornton” chamou de “homem da moeda forte” (*hard currency man*).

Feitas essas ressalvas, pode-se dizer que Henry Thornton trouxe importantes contribuições à teoria monetária, embora não tenha recebido o devido reconhecimento. Sendo assim, esta monografia procurou resgatar sua obra e a memória do autor.

## REFERÊNCIAS

- ARNON, A. **Monetary Theory and Policy from Hume and Smith to Wicksell – Money, Credit and Economy**. New York: Cambridge University Press, 2011.
- BAGEHOT, W. **Lombard Street**. London: John Murray, 1931 [1873]
- BOWEN, H. V. The Bank of England during the Long Eighteenth Century, 1694-1820. In: ROBERTS, R.; KYNASTON, D. (Eds.) **Bank of England – Money, Power and Influence: 1694-1994**. Oxford: Clarendon Press, 1995.
- BREWER, J. The Sinews of power – Money, money, money: the growth in debts and taxes. In: BREWER, J. **The Sinews of Power: War, Money and the English State 1688-1783**. London: Unwin Hyman, 1989.
- CAPIE, F. The emergence of the Bank of England as a mature central bank. In: WINCH, D.; O'BRIEN, P. (Eds.). **The Political Economy of British Historical Experience, 1688-1914**. London: Oxford University Press, 2008.
- CARVALHO, F. J. C. *et al.* **Economia monetária e financeira: teoria e política**. 2.ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.
- De BOYER, J. **La pensée monétaire, Histoire et analyse**. Paris: Editions Les Solos, 2003.
- FEAVEARYEAR, A. **The Pound Sterling: A History of English Money**. Oxford: Clarendon Press, 1963.
- GALBRAITH, J. K. **Moeda: de onde veio, para onde foi**. (tradução de Antonio Zoratto Sanvicente). 2. ed. São Paulo: Pioneira, 1983.
- GOODHART, C.A.E. The Myths about the Lender of Last Resort. **International Finance**, v. 2, n. 3, p. 339-360, 1999.
- HAYEK, F. A. Introduction. In: THORNTON, H. **An inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain** [1802]. London: George Allen and Unwin, 1939. Disponível em: <[http://files.libertyfund.org/files/2041/Thornton\\_1410\\_EBk\\_v6.0.pdf](http://files.libertyfund.org/files/2041/Thornton_1410_EBk_v6.0.pdf)>. Acesso em: 7 jan. 2013.
- HICKS, J. Thornton's Paper Credit (1802). In: HICKS, J. **Critical Essays in Monetary Theory**. Oxford: Clarendon Press, 1967.
- KINDLEBERGER, C. P. **A financial history of Western Europe**. London: George Allen & Unwin, 1984.

- LAILLER, D. Henry Thornton. In: DURLAUF, S.N.; BLUME, L. E. (Eds.) **The New Palgrave Dictionary of Economics – Second Edition**. London: Macmillan, 2008.
- MINSKY, H. P. **Can “it” happen again? – essays on instability and finance**. Armonk, NY: M. E. Sharpe, 1984.
- MURPHY, A. E. **Richard Cantillon: entrepreneur and economist**. Oxford: Clarendon Press, 1986.
- \_\_\_\_\_. **John Law: Economic Theorist and Policy-Maker**. Oxford: Oxford University Press, 1997.
- \_\_\_\_\_. **The Genesis of Macroeconomics: New Ideas from Sir William Petty to Henry Thornton**. Oxford: Oxford University Press, 2009.
- QUINN, S. Money, finance and capital markets. In: FLOUD, R., JOHNSON, P. (Eds.) **The Cambridge Economic History of Modern Britain** (vol. 1). Cambridge: Cambridge University Press, 2004.
- SYLLA, R. Comparing the UK and the US financial systems, 1790-1830. In: ATACK, J., NEAL, L. (Eds.) **The Origins and Developments of Financial Markets from the Seventeenth Century to the Present**. Cambridge: Cambridge University Press, 2009.
- THORNTON, H. **An inquiry into the Nature and Effects of the Paper Credit of Great Britain**. London: George Allen and Unwin, 1939 [1802]. Disponível em: <[http://files.libertyfund.org/files/2041/Thornton\\_1410\\_EBk\\_v6.0.pdf](http://files.libertyfund.org/files/2041/Thornton_1410_EBk_v6.0.pdf)>. Acesso em: 7 jan. 2013.