



Série de Textos para Discussão do Curso de Ciências Econômicas

Texto para Discussão n. 006

Sobre a Determinação da Taxa de Juros e os Ciclos de Comércio em Marshall

Sérgio Fornazier Meyrelles Filho

Goiânia

Julho de 2009

Sobre a Determinação da Taxa de Juros e os Ciclos de Comércio em Marshall

Sérgio Fornazier Meyrelles Filho *

Universidade Federal de Goiás

Resumo

Este ensaio tem como objetivo um rápido resgate das contribuições de Alfred Marshall em três principais campos teóricos: inicialmente, abordamos a teoria marshalliana dos juros; em seguida, sua análise da determinação do nível de preços e, por fim, as idéias de Marshall com relação ao ciclo econômico. Essa recuperação, a nosso ver, é de grande importância para um entendimento da evolução do pensamento econômico desde os clássicos e para uma adequada compreensão e apreciação dos desenvolvimentos teóricos realizados posteriormente por Pigou e Robertson, no que se refere à determinação dos juros, mediante o desenvolvimento de uma teoria dos fundos de empréstimos e, também nesse contexto, nas suas consequentes explicações acerca da natureza dos ciclos de negócios, de onde emerge uma visão, posteriormente contraposta por Keynes em sua Teoria Geral, na qual uma insuficiência crônica de demanda agregada não representa possibilidade teórica relevante, prevalecendo assim uma clara dicotomia entre o curto e o longo prazo.

Palavras-chave: taxa de juros, moeda, ciclos

Abstract

This essay presents a brief review of Alfred Marshall's contributions in three main theoretical fields: first of all, we focus on the Marshallian interest rate theory; following, his analysis about the determination of the aggregate price level is considered. Finally, we approach Marshall's ideas concerning the nature of business cycles. In our view this kind of recovering has great relevance for an adequate understanding of the evolution of economic thought since the classics, and for accurately appreciating the theoretical elements subsequently developed by Pigou and Robertson in the context of a loanable funds theory of interest determination and in their respective explanations about the nature of cycles. This conception, subsequently opposed by Keynes in his General Theory, emerged where aggregate demand failures viewed as persistent phenomena does not constitute relevant theoretical possibility in a context where there is a clear dichotomy between the short and the long run in the economic processes.

Key words: interest rates, money, cycles

* Doutor em Economia pelo Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Universidade Federal de Minas Gerais (CEDEPLAR/UFMG). Professor de Economia da UFG.

Dados Internacionais de Catalogação-na-Publicação (CIP)
(GPT/BC/UFG)

Meyrelles Filho, Sergio Fornazier.
M615s Sobre a determinação da taxa de juros e os ciclos de comércio em Marshall [manuscrito] / Sergio Fornazier Meyrelles Filho. – 2009.
21 f. – (Série Textos para Discussão do Curso de Ciências Econômicas ; n. 6).

Bibliografia.

1. Taxa de Juros 2. Ciclos de Comércio 3. Marshall
I. Universidade Federal de Goiás, **Escola de Agronomia e Engenharia de Alimentos.** II. Título.

CDU: 336.781.5

1. INTRODUÇÃO

Nas três primeiras décadas do século vinte, os economistas da escola de Cambridge, Inglaterra, dentre eles nomes como Pigou, Hawtrey, Robertson e Keynes, desenvolveriam as mais variadas explicações para o fenômeno conhecido como ciclo econômico. Essas teorias, apesar de suas diferenças, apresentavam uma característica comum. Todas elas, em maior ou menor grau, tinham como ponto de partida os postulados teóricos desenvolvidos por Alfred Marshall em fins do século dezenove.¹ E, de fato, não seria nenhum exagero afirmar que, naquela época, a ciência econômica em Cambridge era quase um sinônimo da análise marshalliana. Muito embora, enquanto expoente da revolução marginalista, as contribuições de Marshall ao desenvolvimento da ciência econômica moderna tendam a ser predominantemente associados à evolução da teoria do valor (como fundamento para uma teoria dos preços, no nível micro), traços fundamentais da análise macroeconômica clássica, segundo a terminologia originalmente sugerida por Keynes (1936), podem ser embrionariamente identificados em distintos momentos de sua obra.

Este ensaio tem como objetivo um rápido resgate das contribuições de Marshall em três principais campos teóricos: inicialmente, abordamos a teoria marshalliana dos juros; em seguida, sua análise da determinação do nível de preços e, por fim, as idéias de Marshall com relação ao ciclo econômico. Essa recuperação, a nosso ver, é de grande importância para um entendimento da evolução do pensamento econômico desde os clássicos e para uma adequada compreensão e apreciação dos desenvolvimentos teóricos realizados posteriormente por Pigou e Robertson, no que se refere à determinação dos juros, mediante o desenvolvimento da teoria dos fundos de empréstimos e, nesse contexto, em suas respectivas explicações para a natureza dos ciclos de negócios, de onde emerge uma visão, posteriormente contra-restada por Keynes em sua Teoria Geral, na qual a insuficiência crônica de demanda agregada não se apresenta como possibilidade teórica relevante, onde prevalece uma clara dicotomia entre o curto e o longo prazo.

¹Como salientado por Laidler (1990, p. 44-45), embora o livro *Money, Credit and Commerce*, de Marshall, tenha sido publicado em 1923, as idéias fundamentais ali discutidas já haviam sido apresentadas por Marshall no final do século anterior, tanto em livros quanto em documentos oficiais.

2. A TEORIA DOS JUROS

2.1 Os conceitos de capital livre versus especializado

Segundo Marshall, a taxa de juros poderia ser definida simultaneamente de duas formas complementares: por um lado, como uma “recompensa pela espera”; por outro, ela seria o preço pago pelo uso do capital. Na verdade, essa dupla definição nos remete diretamente a uma especial aplicação, para o mercado de capital, de uma concepção mais geral acerca do processo social de produção da riqueza, baseada nos princípios de utilidade marginal e produtividade marginal. Sobre esses princípios são construídos os fundamentos da análise marshalliana acerca da oferta e demanda, aplicáveis tanto no que se refere às mercadorias em geral, quanto aos fatores de produção, resultando, nesse último caso, em uma teoria da distribuição (Bridel, 1987, p. 8-15).

Os elementos incorporáveis ao processo produtivo seriam considerados como fatores de produção. O princípio da substituição garantiria que, dado o estado das artes, esses fatores pudessem ser combinados em diferentes proporções para produzir uma mesma mercadoria. Assim, uma vez que se assumisse uma conduta maximizadora por parte dos agentes econômicos, os diferentes fatores seriam demandados em quantidades inversamente relacionadas com os preços dos seus serviços, dada a existência de rendimentos marginais decrescentes. Por outro lado, os proprietários desses fatores (ofertantes) estariam, em regra, interessados em ofertar seus serviços em montante diretamente proporcional aos seus respectivos preços. Esses preços deveriam, então, flutuar de forma a conciliar a demanda com a oferta, garantindo-se, em última instância, a tendência de que a economia caminhasse rumo a uma situação de plena utilização da capacidade produtiva.

O capital, definido como um conjunto de bens incorporáveis à produção, estaria, portanto, sujeito à lógica descrita, ou seja, seria considerado como um fator de produção. Nesse sentido, a taxa de juros seria, nada mais, nada menos, que o preço pago (ou recebido) pelos serviços do capital. Assim, segundo Marshall, nos seus *Principles of Economics* (1890):

The rate of interest is determined in the long run by the two sets of forces supply and demand respectively [...]. Thus then interest, being the price paid for the use of capital in any market, tends towards an equilibrium level such that aggregate demand for capital on that market, at that rate of interest, is equal to the aggregate stock forthcoming there at that rate ([1890]1977, p. 443).

Na passagem acima, fica nítido um aspecto crucial da visão marshalliana sobre a taxa de juros, qual seja: a existência de uma taxa de juros de equilíbrio, a qual tenderia a garantir, no longo prazo, o pleno emprego dos fatores de produção da economia. Vejamos, então, com mais detalhes, as questões relacionadas com a determinação dessa taxa de equilíbrio.

Marshall parecia estar consciente de que uma teoria da taxa de juros deveria levar em conta tanto a demanda agregada por capital quanto o seu estoque existente na economia. A concorrência, por sua vez, garantiria o estabelecimento, em uma situação de equilíbrio, de uma taxa uniforme de retorno sobre o estoque de capital. Contudo, Marshall sabia também que pensar em termos de um estoque de capital e de uma taxa uniforme de juros, no contexto da abordagem marginalista, significaria incorrer em um argumento circular, pois as quantidades do fator capital não poderiam ser definidas independentemente do sistema de preços e vice-versa.²

Diante desse quadro, a solução encontrada por Marshall, no sentido de resguardar a teoria marginalista da distribuição, parece ter sido a distinção entre o capital já investido (*especialized capital*), comprometido com usos determinados, especializado (capital como um estoque) e o capital livre (capital como um fluxo), definido como um conjunto de recursos reais ainda não comprometido com qualquer uso específico (*free capital*), estando, portanto, disponível para investimento em uma variedade de negócios (Eshag, 1965, p. 46).

Os rendimentos derivados do estoque de capital especializado seriam concebidos como uma quase-renda e dependeriam, basicamente, do nível de salários (supondo que existissem apenas dois fatores de produção) e da demanda pelos respectivos produtos. A taxa de juros, propriamente dita, seria determinada a partir do fluxo de recursos correntes disponíveis para investimentos. Em outros termos, seria determinada no mercado de capital livre, a partir da intersecção entre a função demanda por investimentos e a curva de oferta de poupanças disponíveis. Procurava-se, assim, evitar os embaraços criados pela noção de estoque de capital. A passagem abaixo ilustra o argumento acima descrito:

...the income derived from capital already invested in particular things, such as factories or ships, is properly a quasi-rent and can be regarded as interest only on the assumption that the capital value of the investment has remained unaltered (Marshall [1890]1977, p. 443).

² Essa questão originaria a famosa controvérsia do capital, na década de 1960, a respeito da qual se consulta, por exemplo, Harcourt & Lang (1978, p. 31-105; 173-240).

Já em *Money, Credit and Commerce* (1923), afirma ainda Marshall:

The rate of interest for long loans is governed on the one side by the needs of businesses for capital to carry them through the undertakings which they have in hand, or in view; and on the other side by the amount of capital which is not yet specialized or 'fixed' in any particular use. This amount is in effect the excess of recent aggregate production over corresponding consumption of wealth; together with the amount of new wealth, which has already been given over to productive uses, but is not yet distinctly specialized to any one ([1923]1929, p. 255).

2.2 As taxas de juros natural e monetária

Convém, então, questionar quais seriam os fatores determinantes da oferta e da demanda de capital livre (não especializado). O lado da oferta, como já sugerimos, estaria conceitualmente identificado com a disponibilidade de poupanças, passadas ou presentes, para investimentos. Segundo Marshall ([1923]1929, p. 275-282), o volume de poupança, num dado período, dependeria de diversos fatores, vários deles não-econômicos por natureza. Dentre esses, mereceriam destaque o costume, os hábitos de autocontrole e de antevisão do futuro, a segurança acerca das condições sociais e políticas e, sobretudo, o poder do sentimento familiar.

Contudo, a poupança dependeria também de dois importantes fatores econômicos, a saber, do nível de renda e da taxa de juros. Com relação ao primeiro, Marshall nos diz que “The power to save depends on an excess of income over necessary expenditure; and this is greatest among the wealthy” ([1920]1977, p. 282). Haveria, portanto, uma relação direta entre o nível de renda e a capacidade de poupar e, uma vez que todos os demais fatores permanecessem constantes, quanto maior o nível de renda da economia, maior a sua capacidade de acumulação. No entanto, como nota Eshag (1965, p. 50), Marshall, ao que tudo indica, ao tratar da relação entre o nível de renda e o nível de poupança da economia, teria em mente, fundamentalmente, as mudanças seculares no volume de produção e renda, e não as variações cíclicas. No que diz respeito ao segundo fator econômico mencionado, embora Marshall acreditasse que, em alguns casos, a poupança pudesse ocorrer mesmo a taxas negativas de juros, e em outros houvesse uma relação inversa entre as duas variáveis, como regra geral, quanto maior a taxa de juros maior a disposição para poupar:

But though saving in general is affected by many causes other than the rate of interest: and though the saving of many people is but little affected by the rate of interest; While a few, who have determined to secure an income of a certain amount for themselves or their family, will save less with a high rate than with a low rate of interest; yet a strong

balance of evidence seems to rest with the opinion that a rise in the rate of interest, or demand price for saving tends to increase the volume of saving (Marshall [1920]1977, p. 443).

Essa relação funcional entre a taxa de juros e o volume de poupança estaria diretamente associada à definição de taxa de juros como uma recompensa pela espera. Todavia, parece mais razoável aceitar que Marshall e os economistas marginalistas, de uma forma geral, não considerassem a elasticidade-juros da oferta de capital como um fator decisivo no processo de ajustamento da economia. Nesse processo, o papel crucial seria desempenhado pelo lado da demanda. Como sugerido por Bridel:

As will be largely confirmed later in this chapter, they [os autores marginalistas] rightly saw the investment-rate of interest relation as the crucial element in the adjustment process between saving and investment. However inelastic or oddly shaped the saving function may be with respect to the rate of interest, it has no decisive influence on the tendency towards full employment of the volume of investible resources made available through the very saving process (1987, p. 18).

A demanda por capital livre, isto é, por recursos para investimento num determinado momento, estaria, segundo Marshall, intimamente relacionada com o que ele identificava como “...the extent and the richness of the field for the investment of capital” ou, ainda, “...the profitableness of business” (Reisman, 1987, p. 41). Como afirma Eshag (1965, p. 52), a noção de lucratividade dos negócios, sobre a qual se baseia a análise marshalliana acerca da demanda agregada por investimentos, é um tanto vaga e não leva a uma definição concisa. Contudo, parece lícito pensar em termos de uma espécie de variável expectacional que refletiria o sentimento da comunidade empresarial em relação às perspectivas presentes e futuras de retorno, ou seja, “...the prospects of high profits to be obtained in the development of industries new and old” (Marshall [1923]1929, p. 258). Esse estado de expectativas certamente dependeria de uma série de fatores, como listados na “Lei da demanda por capital”, apresentada pela primeira vez no livro *Economics of Industry* (1879):

The demand for capital increases with every increase in the numbers of the population, the natural resources of the country, the efficiency of the arts of production, the scope that these arts affords for the employment of Auxiliary Capital and the durability of Fixed Capital. The rate of interest at which capital can find employment in a country with any given industrial population in any given state of the arts of production, depends on the amount of capital offered for loans (Marshall & Marshall [1879]1994, p. 124).

Definido esse quadro, quanto maior o preço pelo uso do capital, isto é, a taxa de juros, menor seria a demanda pelos serviços do mesmo, assumindo-se um comportamento maximizador por parte dos agentes econômicos. Ainda, uma redução da taxa de juros poderia

tornar viável, na mente do empresário, uma série de investimentos com perspectivas de retorno inferiores. Existiria, portanto, uma relação inversa entre a demanda por recursos disponíveis para investimento e a taxa de juros, a qual, como mencionado, desempenha um papel crucial na análise de Marshall.

Voltemos nossa atenção agora para uma questão de suma importância. A taxa de juros determinada pela demanda e pela oferta real de capital não especializado seria concebida como uma taxa de equilíbrio, também denominada de taxa natural, normal ou real. Em torno dessa taxa de equilíbrio, flutuaria a taxa atual, também chamada de taxa de juros de mercado, ou, simplesmente, taxa monetária. Essa última, por sua vez, sendo resultante da oferta e demanda de capital na forma de empréstimos, estaria sujeita a perturbações de curto prazo, as quais fariam com que ela oscilasse em torno do seu centro de gravidade, a taxa normal de juros. Contudo, no longo prazo, a taxa monetária tenderia a refletir a demanda e a oferta de capital expressas em termos reais, ou seja, haveria uma tendência de convergência para uma situação de equilíbrio, em que a taxa monetária se igualaria à taxa natural de juros. Assim, dada a existência de uma relação inversa entre a taxa de juros e a demanda por investimentos, a taxa de equilíbrio garantiria uma situação de pleno emprego na economia.³ Qualquer diferença entre o volume de investimentos e o volume de poupança de pleno emprego seria corrigida por meio de uma variação do nível de investimento induzida por uma mudança na taxa de juros. Por exemplo, no caso de uma insuficiência do nível de investimento em relação à disponibilidade de poupança, haveria uma redução dos juros até que essa deficiência fosse eliminada. Assim, segundo Marshall: “The rate of interest is in equilibrium when it is just that at which the whole supply of capital could find employment” (Marshall & Marshall [1879]1994, p. 124).

As variações na quantidade de moeda seriam incapazes de exercer influência duradoura sobre a taxa de juros, ou seja, a taxa natural de juros seria independente da oferta monetária. Embora essas variações pudessem produzir divergências de curta duração entre a taxa monetária e a taxa de equilíbrio, movimentos cumulativos dos preços e da demanda por empréstimos tenderiam a promover um retorno à condição de equilíbrio. Nesse sentido, podemos antecipar aqui que, como ressaltado por Reisman: “Money to Marshall is potent in the short run and impotent in the long run insofar it’s impact on the rate of interest is concerned” (1987, p. 263). Ou, ainda, segundo o próprio Marshall: “All that the influx of gold does is to make a sort of ripple on the surface of the water” (apud Eshag, 1965, p. 53). A

³ Uma discussão detalhada a respeito dessa questão pode ser encontrada em Bridel (1987, p. 22-24).

seguir, analisaremos os aspectos de sua teoria monetária relacionados com a determinação do nível de preços.

3. A DETERMINAÇÃO DO NÍVEL DE PREÇOS

3.1 A versão *cash-balance* da Teoria Quantitativa

De acordo com Marshall, o valor da moeda, assim como o valor de todas as mercadorias, seria determinado a partir das leis da oferta e da demanda, tanto no curto como no longo prazo. Adepto confesso da Teoria Quantitativa da Moeda, ele, todavia, atribuía limites à sua versão clássica, notadamente no que dizia respeito às variações de preço de curto prazo.⁴ Assim, a certa altura de *Money, Credit and Commerce*, lemos:

The total value of a country's currency, multiplied into the average number of times of it's changing hands for business purposes in a year, is of course equal to the total amount of business transacted in that country by direct payments of currency in that year. But this identical statement does not indicate the causes that govern the rapidity of circulation of currency [...]. This 'Quantity doctrine' is helpful as far as it goes: but it does not indicate what are the 'other things' which must be assumed to be equal in order to justify the proposition: and it does not explain the causes which govern 'rapidity of circulation' (Marshall [1923]1929, p. 43).⁵

Diante do que julgava ser uma fraqueza da versão clássica da Teoria Quantitativa, Marshall propunha uma abordagem alternativa, que ficaria conhecida como versão Cambridge, ou *Cash Balance*. Sua idéia central era incorporar explicitamente uma teoria da demanda por moeda no âmbito da análise monetária, o que, dentre outras coisas, permitiria analisar com maior propriedade as flutuações de preço associadas às oscilações no estado de confiança do público com relação ao curso dos negócios. Se, por um lado, diz ele: "...the motives that govern the rapidity of circulation of money are not obvious..."; por outro, "...it will appear, on consideration, that changes in the rapidity of circulation of money are themselves incidental to changes in the amount of ready purchasing power which the people of a country find it advantageous to keep in their own holding" ([1923]1929, p. 43).

Neste ponto, julgamos importante destacar duas questões fundamentais. Em primeiro lugar, a concepção clássica de que o custo de produção determinaria, em última instância, o valor da moeda seria abandonada por Marshall, ele próprio um dos expoentes da escola

⁴ Isso, contudo, não impediu Marshall de, em determinados momentos, fazer uso dessa versão, notadamente para explicar as variações de preço em períodos longos (ver Eshag, 1965, p. 4-6).

⁵ Como sugerimos no capítulo anterior, esse tipo de crítica à teoria clássica dificilmente se sustentaria com relação aos trabalhos de autores como John Stuart Mill e, sobretudo, Henry Thornton.

marginalista.⁶ Assim, a aplicabilidade da Teoria Quantitativa estaria assegurada tanto no curto quanto no longo prazo. Em segundo lugar, ao tratar da determinação do nível de preços por meio da versão *cash balance*, Marshall tinha em mente estoques e não fluxos. Diferente do que acontecia com a análise clássica, em que os preços flutuavam de forma a compatibilizar um fluxo de recursos (oferta) com um fluxo de despesas monetárias (demanda), aqui existiriam um estoque de moeda e uma demanda por esse estoque. O valor da moeda deveria, então, conciliar essas duas magnitudes (confira Bridel, 1987, p. 27). Essa abordagem parece estar em plena sintonia com a opção marshalliana de privilegiar uma análise da demanda por saldos monetários em detrimento da noção de velocidade de circulação (Laidler, 1991, p. 53-54). Vejamos como seriam determinadas a demanda e a oferta de moeda como um estoque.

No que diz respeito à oferta monetária, em certo sentido, Marshall adota uma posição bastante próxima da ortodoxia clássica. Como regra geral, o termo moeda (ou dinheiro), em sentido estrito, seria aplicado às moedas metálicas (de ouro ou prata) e às notas bancárias convertíveis em espécie (Eshag, 1965, p. 8). Isso, contudo, não significaria ignorar a existência de substitutos para a moeda, dentre os quais os mais importantes seriam os cheques e, em alguns casos, as letras de câmbio (Marshall & Marshall [1879]1994, p. 151; Marshall [1923]1929, p. 43), e muito menos a sua importância como meios facilitadores das transações. Assim, de acordo com Marshall:

Of course the total value of currency needed by the business of England is relatively small for her middle and upper classes discharge most of their considerable obligations by cheques, and but few of these cheques are presented for payments in cash: most of them merely transfer command over currency from one banking account to another. ([1923]1929, p. 46).

Os pupilos de Marshall em Cambridge, dentre os quais Pigou e Robertson, iriam ainda mais longe, reconhecendo, explicitamente, o crédito como parte da oferta monetária. Em todo caso, para Marshall, os cheques e instrumentos de crédito, de uma forma geral, desde que circulassem livremente e despertassem a devida confiança no ambiente dos negócios, deveriam exercer uma influência sobre os preços semelhante àquela exercida pela moeda propriamente dita, na medida em que também representariam poder de compra sobre as mercadorias disponíveis.

⁶ Isso não quer dizer que o custo de produção deixasse de exercer qualquer influência sobre o valor da moeda. Como afirma Eshag (1965, p. 1), essa influência ocorreria a partir da demanda por saldos monetários.

Porém, sua análise da determinação do valor da moeda parte do pressuposto de que existiria uma estrita proporcionalidade tanto entre o volume de moedas metálicas e o volume de notas convertíveis, como entre o volume dessas últimas e o volume de crédito de uma forma geral. Assim, em última instância, o estoque de poder de compra da economia, num dado período, seria determinado a partir da oferta de metais preciosos (notadamente de ouro, uma vez que prevalecesse o padrão ouro). Como destacado por Bridel: “Thus, in the monetary system known to Marshall the analysis of the value of money could be conducted in terms of gold only without doing too much violence to everyday realities” (1987, p. 27).

Uma importante implicação desse tipo de abordagem refere-se ao fato de que a oferta de moeda é concebida como uma variável exógena, representada, em termos gráficos, por uma linha reta vertical, ou seja, inelástica com relação ao nível de preços: “...supply is therefore shown by a vertical straight line representing a given stock gold” (Marshall [1923]1929, p. 283). É necessário lembrar, nesse contexto, que esse dado estoque de ouro seria determinado basicamente a partir do livre funcionamento do comércio internacional, como sugerido pelos economistas clássicos (confira Laidler, 1991, p. 50-52). Mas, voltemos nossa atenção agora para a análise marshalliana em relação à demanda por moeda, cuja relevância para o desenvolvimento da teoria monetária em Cambridge seria fundamental.

Segundo Marshall, a moeda poderia ser qualificada, ou definida, como um meio para um fim. Ela não seria demandada primordialmente por si mesma, mas por representar poder de compra imediato em uma forma conveniente: “Money or ‘Currency’ is desired as a means to an end [...]. Money is not desired for it’s own sake but because it’s possession gives a ready command of general purchasing power in a convenient form” ([1923]1929, p. 38). Em outras palavras, a moeda seria demandada por representar liquidez imediata. Mas, por que o público de uma forma geral haveria de apresentar uma demanda por liquidez? Seguindo a linha sugerida por Bridel (1987, p. 38), poderíamos dizer que, para Marshall, haveria dois motivos principais para se demandar moeda: transação e precaução.⁷

Com relação ao primeiro desses motivos, é importante ter em mente que, na concepção marshalliana, o dinheiro seria, acima de tudo, um meio facilitador das transações econômicas, tal como acreditavam os clássicos; ao contrário do que aconteceria, por exemplo, com um cavalo ou com um navio, o dinheiro possibilitaria a satisfação imediata das necessidades cotidianas, bem como a realização de um negócio, no momento certo e em termos favoráveis: “A large command of resources in the form of currency rends their business easy and smooth

⁷Aqui é inevitável a analogia à análise de Keynes (1936).

and put them at an advantage in bargaining” (Marshall [1923]1929, p.45). O motivo precaução, por sua vez, corresponderia à demanda por liquidez para fazer frente às contingências e às oportunidades de realizar compras vantajosas num futuro não muito distante, ou seja: “...to buy when markets are depressed [...] and to sell when markets turn the other way and prices are high” ([1923]1929, p. 227). Estreitamente associada à demanda “precaucional” de Marshall, está a noção de ‘*hoarding*’ (numa tradução literal, acumulação, entesouramento).

Dada a existência de claros incentivos para a liquidez, as pessoas desejariam manter uma determinada parcela de sua renda na forma de moeda: “In every state of society there is some fraction of their income which people find it worth while to keep in the form of currency” (Marshall [1923]1929, p. 45). Isso, entretanto, implicaria um custo de oportunidade equivalente aos benefícios que poderiam advir da aplicação de tais recursos em usos alternativos. Nesse sentido, cada indivíduo (considerado como um maximizador) deveria definir sua demanda por saldos monetários, ponderando entre as vantagens associadas à liquidez e as vantagens que poderiam ser obtidas se aplicasse seus recursos, por exemplo, em uma máquina que poderia lhe assegurar uma renda monetária:

But currency in the hand yields no income: therefore everyone balances (more or less automatically and instinctively) the benefits which would get by enlarging his stock of currency in the hand, against those which he would get by investing some of it either in a commodity – say a coat or a piano – from which he would derive a direct benefit; or in some business plant or stock exchange security, which would yield him a money income (Marshall [1923]1929, p. 38-39).

A proporção dos seus recursos que os membros de uma comunidade estariam dispostos a manter na forma monetária dependeria também, decisivamente, de fatores como a extensão do sistema de crédito, os meios de transporte e de produção, bem como dos negócios em geral, que conformariam, num dado momento, aquilo que Marhsall denominou de “prevailing habits of business”.⁸

⁸ Ver Eshag (1965, p. 3).

Uma vez estabelecida a demanda pelo estoque existente de moeda como uma proporção da renda, podemos, então, entender o argumento subjacente à versão *cash balance* da Teoria Quantitativa com o auxílio de uma equação conhecida como equação de Cambridge:⁹

$$M = kPY$$

Onde:

M= oferta monetária (estoque);

k= proporção de sua renda que os indivíduos desejam manter na forma monetária;

P= nível de preços; e

Y= renda real.

No lado direito dessa equação, como podemos perceber, encontramos os fatores determinantes da demanda por moeda. Se a renda real e k permanecessem constantes, o valor da moeda e, portanto, o nível de preços, deveria variar proporcionalmente às variações da oferta monetária M: “...if everything else remains the same, then there is this direct relation between the volume of currency and the level of prices, that if one is increased by ten per cent, the other will be increased by ten per cent” (Marshall [1923]1929, p. 45).

3.2 O processo cumulativo de preços

Entretanto, Marshall estava consciente de que os outros fatores que deveriam ser considerados constantes para que essa relação de proporcionalidade fosse verificada estavam sujeitos a oscilações:

This relation between the volume of currency and the general level of prices may be changed permanently by changes in, first, population and wealth, which change the aggregate income; secondly, by the growth of credit agencies, which substitute other means of payment for currency; thirdly by changes in the methods of transport, production, and business generally [...] and it may be temporarily modified by fluctuations of general commercial confidence and activity ([1923]1929, p. 45).

⁹ Apesar de o próprio Marshall não ter utilizado esse recurso algébrico.

As flutuações temporárias referidas acima (que equivaleriam a oscilações em “k”) estariam associadas, sobretudo, aos movimentos cíclicos da economia, em conexão com a chamada “*law of hoarding*”:

The demand for a metal for the purposes of hoarding is increased by a continuous rise in its value [i.e. a continuous increase in the purchasing power of money, namely deflation] and diminished by a continued fall [i.e. inflation] because those people who hoard believe that what has been rising in value for some time is likely to go on rising and vice versa (Marshall, 1926, apud Bridel, 1987, p. 29).

Essa proposição geral permite estabelecer uma clara conexão entre o valor da moeda e a confiança nela depositada pelo público. Ela representa uma via a partir da qual se poderia conceber uma elevação do nível de preços mais que proporcional às variações da oferta monetária,¹⁰ na medida em que a confiança na moeda fosse abalada por uma contínua queda em seu valor (Marshall [1923]1929, p. 47-48).

Deve ficar claro, porém, que, em última instância, prevaleceria a idéia de neutralidade monetária. Após todos os possíveis elementos perturbadores haverem se dissipado, uma variação na quantidade de moeda seria capaz tão-somente de causar uma variação proporcional no nível de preços. Esse resultado teórico é apresentado por Marshall a partir de uma espécie de processo cumulativo, no qual ele procura integrar a teoria dos juros à teoria da determinação do nível de preços.

Partindo de uma situação de equilíbrio, em que a taxa de juros de mercado fosse igual à taxa de equilíbrio, ele supõe que a oferta monetária seria expandida por um influxo de ouro no sistema bancário: “The new currency, or the increase of currency, goes not to private persons, but to the banking centres” ([1923]1929, p. 257). Na medida em que as reservas bancárias fossem acrescidas, as instituições financeiras estariam mais propensas a expandir seus empréstimos, dada a existência de uma relação de proporcionalidade entre o nível de reservas e suas operações de crédito. Isso, por sua vez, provocaria uma queda da taxa de juros de mercado, estimulando a demanda por empréstimos até que ela igualasse a oferta disponível. Quando o acréscimo nos empréstimos bancários houvesse ocorrido, haveria um maior comando sobre capital real nas mãos dos especuladores, sem que houvesse efetivamente um aumento do capital disponível. De posse desse dinheiro adicional, os especuladores iriam,

¹⁰ Esse talvez seja o grande elemento de evolução da versão Cambridge em relação à versão clássica da Teoria Quantitativa, ou seja, incorporar explicitamente a possibilidade de que as variações de preço fossem não proporcionais às variações na oferta monetária.

então, ao mercado como compradores e fariam com que os preços se elevassem. A inflação resultante representaria um estímulo adicional à especulação, na medida em que ela gerasse expectativas de novos aumentos futuros nos preços. Desse modo, a demanda por empréstimos seria novamente expandida e causaria um novo aumento de preços, o que aguçaria ainda mais os especuladores e assim por diante: “The loans to one man make him a good customer for others at good prices, and make them therefore eager to borrow: that makes them good customers; and so the movement grows” (Marshall [1923]1929, p. 257).

À medida que a demanda por empréstimos e os preços aumentassem, gradualmente, a taxa de juros de mercado seria elevada, e esse movimento cumulativo continuaria até o ponto em que ela novamente igualasse a taxa de equilíbrio, que haveria permanecido inalterada. O saldo final seria uma elevação do nível de preços, proporcional à variação inicial da oferta monetária, mas sem que as variáveis de equilíbrio fossem comprometidas. Seria correto, então, afirmar que, para Marshall, a economia viveria um estado de permanente pleno emprego? A resposta é negativa. Segundo ele, as oscilações no produto e no emprego apresentariam um caráter cíclico e seriam analisadas no âmbito de uma teoria do ciclo do comércio, cujas linhas mestras apresentaremos de forma resumida a seguir.

4. A TEORIA DO CICLO

Para que se possa entender a visão marshalliana com relação aos movimentos cíclicos da economia, antes de tudo é necessário ter em mente dois elementos-chave de sua teoria e intimamente relacionados: o estado de confiança dos agentes econômicos e o crédito. Como uma primeira aproximação, poderíamos dizer que, para Marshall, o ciclo nada mais seria do que uma alternância de movimentos cumulativos de expansão e contração do crédito, associados ao estado de confiança nos negócios, com efeitos transitórios sobre as condições materiais de vida da sociedade. O impulso inicial na geração dessas flutuações poderia advir de uma série de fatores, como guerras, rumores de guerras, ou simplesmente a superação de um estado de desconfiança decorrente de infortúnios anteriores. Porém, com frequência, seria deflagrado pela ocorrência de colheitas favoráveis ou desfavoráveis: “The beginning of a period of rising credit is often a series of good harvests” (Marshall & Marshall [1879]1994, p.152). No caso específico de uma colheita abundante, os preços dos gêneros agrícolas seriam reduzidos e, à medida que menos dinheiro fosse necessário para adquiri-los, restariam mais recursos para serem gastos com os demais bens. No entanto, e isso é importante, qualquer que

fosse a causa inicial, a fase ascendente do ciclo teria como ponto de partida uma elevação da demanda por mercadorias, ocasionada pelo que se poderia chamar de um renascimento da confiança (*revival of confidence*).

Após o impulso inicial, o crescente otimismo na prosperidade dos negócios seria consubstanciado por um processo cumulativo de expansão do crédito e de elevação dos preços, do produto, do emprego e da renda, juntamente com a intensificação das atividades especulativas. Nas palavras de Marshall:¹¹

Producers find that the demand for their goods is increasing; they expect to sell at a profit, and are willing to pay good prices for the prompt delivery of what they want. Employers compete with one another for labour; wages rise; and the employed in spending their wages increase the demand for all kinds of commodities. New public and private companies are started [...] thus the desire to buy and the willingness to pay increased prices grow together; credit is jubilant, and readily accepts paper promises to pay. Prices, wages and profits go on rising; there is a general rise in the incomes of those engaged in trade: they spend freely, increase the demand for goods and raises prices still higher. Many speculators seeing the rise, and thinking it will continue buy goods with the expectation of selling them at a profit (Marshall & Marshall [1879]1994, p. 152).

Esse movimento de expansão generalizada seria alimentado por três importantes fatores propagadores (Marshall [1923]1929, p. 17-19). O primeiro diria respeito ao comportamento da demanda por moeda durante o ciclo. De acordo com a chamada “*law of hoarding*”, mencionada anteriormente, numa fase de preços ascendentes, o público apresentaria a tendência de diminuir a retenção de saldos monetários (*hoarding*). A medida que isso acontecesse, haveria uma pressão adicional sobre a elevação cumulativa de preços. O segundo fator seria a incapacidade de a taxa monetária de juros acompanhar as altas de preços. Essa relativa rigidez faria com que os empréstimos se tornassem gradativamente mais baratos em termos reais e estimularia ainda mais a formação de uma bolha de crédito. O terceiro fator, e talvez o mais importante no contexto deste trabalho, estaria relacionado com um outro tipo de rigidez relativa, qual seja, dos preços das matérias-primas e, sobretudo, dos salários:¹² “For when prices are rising, the rise in the prices of the finished commodity is generally more rapid than that in the price of raw material, always more rapid than that in the price of labour” (Marshall & Marshall [1879]1994, p. 156).

A defasagem nos reajustes dos diferentes preços permitiria um aumento dos lucros e exacerbaria ainda mais a fase ascendente do ciclo. Esse efeito em muito se assemelha àquele

¹¹Ver também Marshall ([1923]1929, p. 249).

¹² Ver Marshall ([1920]1977, p. 590-591)

preconizado pelos clássicos a partir da doutrina da poupança forçada. Contudo, ao que tudo leva a crer, tal doutrina não teria sido nem sequer contemplada por Marshall. Embora ele considerasse a rigidez salarial como um importante elemento propagador do ciclo, ela permaneceria um elemento estranho à sua análise de equilíbrio, como ressaltado por Bridel: “Marshall completely failed to carry out this piece of short-run analysis to its logical end, and to connect it properly with his long-run theory of investment” (1987, p. 43). Mas, voltando ao ciclo propriamente dito, a euforia continuaria sustentada por um volume cada vez maior de crédito: “Old firms are borrowing in order to extend their business; new firms in order to start their business, and speculators are borrowing in order to buy and hold goods” (Marshall & Marshall [1879]1994, p.152).

Todavia, chegaria um determinado momento em que se começaria a perceber que tal estado de coisas não seria sustentável. Os credores estariam entre os primeiros a vislumbrar o sinal dos tempos e começariam a pensar em contrair seus empréstimos. Mas, à medida que isso começasse a acontecer, uma série de empreendimentos iniciados durante a fase de expansão e que ainda não estavam concluídos se encontrariam em sérias dificuldades. A demanda por novos empréstimos promoveria uma elevação da taxa de juros de mercado; alguns especuladores, diante da dificuldade em honrar suas dívidas, reduziriam seus estoques de mercadorias, o que tenderia a estancar o aumento dos preços. Isso, por sua vez, deixaria outros especuladores apreensivos, e eles começariam a se desfazer também dos seus próprios estoques: os preços começariam a cair. Não demoraria muito até que um grande especulador falisse, e novas falências viessem em seu rastro. A confiança teria cedido lugar à desconfiança e, progressivamente, ao pânico. A economia seguiria rumo à fase descendente do ciclo, caracterizada por um movimento cumulativo de contração do crédito e de redução dos preços, da renda, do emprego e do produto, no contexto de uma típica crise comercial: “Distrust increases, those who have lent become eager to secure themselves; and refuse to renew their loans on easy or even on any terms [...] failure and panic breed panic and failure. The commercial storm leaves it's path strewn with ruin” (Marshall & Marshall [1879]1994, p. 153).

A situação resultante, que poderia parecer, à primeira vista, uma crise de superprodução, seria, na verdade, segundo Marshall, um estado de desorganização do comércio, originado por uma crise de confiança. Os mesmos fatores que outrora estimulavam a bonança agora agravariam a tormenta. Por exemplo: “...When prices are falling, the fall in the price of the finished commodity is generally more rapid than that in the price of the raw material, always

more rapid than in the price of labour” ([1879]1994, p.156). Terminada a tempestade, vigoraria um estado de calma, mas impregnado de desconfiança. Aqueles que haviam se salvado não estariam dispostos a se aventurar novamente; o crédito seguiria escasso e novos empreendimentos não poderiam ser iniciados. A produção e o crédito continuariam deprimidos. Essa situação perduraria até que houvesse uma nova restauração do estado de confiança dos agentes econômicos (*‘revival of confidence’*), e a economia seria, então, reconduzida, como que por uma mão invisível, para uma nova fase ascendente.

Essa, em linhas gerais, é a essência da análise marshalliana do ciclo econômico. Com relação a essa teoria, três aspectos devem ser destacados. Em primeiro lugar, seu ponto de partida, obviamente, é a análise clássica, notadamente a teoria do ciclo de crédito de John Stuart Mill (vista no primeiro capítulo), em que elementos, como o estado de confiança, a especulação, o comportamento da demanda por moeda e o crédito ocupam lugar central. Aliás, a herança clássica é bastante visível nas mais diversas áreas da obra de Marshall.¹³ A distinção entre uma taxa monetária de juros e uma taxa natural, determinada em termos reais, e a Teoria Quantitativa da Moeda são partes dessa herança. Marshall, no entanto, teve o grande mérito de desenvolver e sistematizar essa análise. No que tange à teoria do ciclo, especificamente, a incorporação explícita da rigidez salarial e dos juros, bem como das variações do emprego e do produto, representam uma clara evolução em relação à interpretação clássica (confira Laidler, 1990, p. 52-61).

Um segundo aspecto importante refere-se ao fato de Marshall não possuir uma teoria monetária do ciclo, como ressaltado por Laidler: “...one should not attribute to Marshall a ‘monetary’ theory of the cycle in the sense of treating exogenous fluctuations in the quantity of money as key impulses initiating cyclical fluctuations” (1990, p. 61). Apesar de não apontar, de forma exclusiva, um ou outro elemento deflagrador do ciclo, Marshall defendia a idéia de que esse último teria sempre uma causa real, tal como um choque de oferta, uma guerra, ou algo do gênero.

Por fim, chegamos ao terceiro aspecto já referido: existe, na obra de Marshall, uma clara dicotomia entre, de um lado, as leis gerais do valor e da distribuição e, de outro, a teoria do ciclo. Ou seja, em poucas palavras, entre a análise de curto e de longo prazo.

Como destacado por Bridel, a impressão final é a seguinte: “Marshall’s trade-cycle is a mere descriptive list of particular imperfections which limit in the short-run the tendency

¹³ A grande exceção talvez seja a sua teoria do valor.

towards a full employment competitive equilibrium” (1987, p. 48). Entretanto, a idéia de que as flutuações de curto prazo poderiam exercer influência sobre a posição de equilíbrio de longo prazo seria progressivamente incorporada pelos pupilos de Marshall, no âmbito da análise marshalliana, a partir do desenvolvimento da técnica de análise conhecida como poupança-investimento. Esse desenvolvimento teórico nos leva, então, às análises de Pigou e Robertson sobre a poupança forçada, tema para uma futura discussão.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRIDEL, Pascal. *Cambridge monetary thought: development of saving-investment analysis from Marshall to Keynes*. New York: St. Martin's Press, 1987.

ESHAG, Eprime. *From Marshall to Keynes: an essay on the monetary theory of the Cambridge School*. New York: Augustus Kelley, 1965.

HARCOURT, E.C.; LANG, N.F. *Capital e crescimento econômico*. Rio de Janeiro: Interciência, 1978.

HEGELAND, Hugo. *The quantity theory of money: a critical study and interpretation and a restatement*. New York: Augustus Kelley Publishers, 1969.

KEYNES, John Maynard. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Nova Cultural, 1996 (obra publicada originalmente em 1936).

LAIDLER, David. Alfred Marshall and the development of monetary economics. In: WHITAKER, John. (Ed.). *Centenary essays on Alfred Marshall*. Cambridge: Cambridge University Press, 1990. p. 44-77.

LAIDLER, David. *The golden age of the quantity theory*. Princeton: Princeton University Press, 1991.

LAIDLER, David. *Fabricating the keynesian revolution: studies of the inter-war literature on money, the cycle, and unemployment*. Cambridge: Cambridge University Press, 1999.

MARSHALL, Alfred; MARSHALL, Mary Paley. *The economics of industry*. Bristol: Thoemmes Press, 1994 (obra publicada originalmente em 1879).

MARSHALL, Alfred. *Principles of economics: an introductory volume*. London: MacMillan Press, 1977 (obra publicada originalmente em 1890).

MARSHALL, Alfred. *Money, credit and commerce*. London: MacMillan Press, 1929 (obra publicada originalmente em 1923).

PIGOU, Arthur Cecil. Correctives of the trade cycle. In: LAYTON, W.T. (Ed.). *Is unemployment inevitable?*. London: MacMillan Press, 1924. p. 91-131.

PIGOU, Arthur Cecil. *Industrial fluctuations*. London: Frank Cass & Co, 1967 (obra publicada originalmente em 1927).

ROBERTSON, Dennis Holme. *A study of industrial fluctuation: an enquiry into the character and causes of the so-called cyclical movements of trade*. London: The London School of Economics and Political Science, 1948 (obra publicada originalmente em 1915).

ROBERTSON, Dennis Holme. *Banking policy and the price level: an essay in the theory of the trade cycle*. London: P.S. King & Son, 1932 (obra publicada originalmente em 1926).