



**SÉRIE DE TEXTOS PARA DISCUSSÃO
DO CURSO DE CIÊNCIAS
ECONÔMICAS
TEXTO PARA DISCUSSÃO N. 23**

**Moeda e ciclo econômico: a perspectiva neoclássica da Escola de
Cambridge segundo Pigou.**

Sérgio Fornazier Meyrelles Filho

**NEPEC/FACE/UFG
Goiânia – Abril de 2011**



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

M615
m Meyrelles Filho, Sérgio Fornazier.
Moeda e ciclo econômico: a perspectiva neoclássica da
Escola de Cambridge segundo Pigou / Sérgio Fornazier
Meyrelles Filho. - Goiânia : UFG/NEPEC/FACE, 2011.
17 f. ; (Série de textos para discussão do curso de
Ciências Econômicas ; n. 23).

Bibliografia.

1. Moeda. 2. Escola de Cambridge. 3. Pigou, Arthur
Cecil, 1877-1959. I. Título. II. Série.

CDU: 330.831.4

Moeda e ciclo econômico: a perspectiva neoclássica da Escola de Cambridge segundo Pigou.

Sérgio Fornazier Meyrelles Filho*
Universidade Federal de Goiás

RESUMO

Neste artigo buscamos recuperar os elementos centrais da contribuição de Arthur Cecil Pigou à análise dos ciclos econômicos. Merece especial atenção nesse contexto sua interpretação sobre os aspectos monetários do ciclo e sua formulação acerca da teoria da poupança forçada, tema de debate intenso nessa época, não apenas no Reino Unido mas em outras partes da Europa Ocidental. Preliminarmente, apresentamos um breve resgate da análise de Marshall sobre o ciclo como forma de melhor apreciar, tanto teórica quanto em termos históricos, os avanços propostos por Pigou.

Palavras-chave: Moeda, Poupança, Investimento, Ciclo Econômico

ABSTRACT

In this paper we seek to recall the central elements of Arthur Cecil Pigou's contributions concerning the business cycle analysis. Deserve especial attention in this context his interpretation about the monetary aspects of the cycle and his formulation relative to forced saving theory, subject of intense debate in that period, not only in United Kingdom but also in other parts of western Europe. First of all we present a brief review of Alfred Marshall's analysis of the cycle to best appreciate, both in theoretical and historical sense, Pigou's contributions to the progress in this field.

Key-words: Currency, Savings, Investment, Economic Cycle

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

1- Introdução

O estudo acerca do papel da moeda nas flutuações econômicas constitui um objeto antigo e recorrente na evolução do pensamento econômico, pelo menos desde o período clássico.² Já no contexto da análise marginalista, em fins do século XIX e início do século seguinte, Alfred Marshall logrou estabelecer as bases fundamentais da chamada análise neoclássica da escola de Cambridge sobre as conexões entre os preços e as taxas de juros no contexto das flutuações cíclicas da atividade econômica.

Marshall desenvolvera uma teoria dos ciclos que, se, por um lado, havia significado um avanço em relação à interpretação clássica, avançada mais claramente por John Stuart Mill (1848), por outro apresentava ainda uma grave deficiência, relativa basicamente a sua não integração a uma análise do comportamento das variáveis poupança e investimento nesse processo. Essas variáveis, assim, permaneciam como elementos estranhos à análise de curto prazo e, portanto, exclusivas de uma análise de equilíbrio no longo período. Em particular, a taxa normal ou natural de juros, que asseguraria o equilíbrio entre oferta e demanda de capital livre (ou seja, não-especializado), constituiria um centro estático de gravitação, vis-à-vis a taxa monetária (ou de mercado) determinada pela oferta e demanda de crédito, incapaz, nesse sentido, de sofrer qualquer influência das flutuações monetárias de natureza cíclica e que, mais cedo ou mais tarde, garantiria o pleno emprego de recursos na economia.

Tais dicotomias entre as análises de curto e longo prazo e, ademais, entre as variáveis econômicas reais e monetárias, características da teoria marshalliana, seriam progressivamente superadas pelos seguidores de Marshall em Cambridge,³ a partir do desenvolvimento de um novo tipo de análise, o qual se convencionou chamar técnica de análise poupança-investimento (Bridel, 1987, p.1-3; Eshag, 1965, p. 58-59). Essa nova técnica, em linhas gerais, consistia em analisar o ciclo econômico tendo como referência fundamental as oscilações verificadas nos volumes de investimento e poupança, e não o comportamento do crédito e do nível de preços.

² Sobre a análise clássica, vide Sowell (1974) e O'Brien (1975).

³ Dentre os quais poderíamos citar Arthur Cecil Pigou, John Maynard Keynes, Dennis Holme Robertson, Frederick Lavington e Ralph Hawtrey. Particularmente sobre as contribuições de Hawtrey nesse contexto, confira Deutscher (1990).

Neste artigo realizamos um esforço no sentido de identificar os elementos centrais da contribuição de A. C. Pigou (sucessor de Marshall na cadeira de Economia Política em Cambridge) em termos do desenvolvimento dessa linha de análise, com especial atenção aos aspectos monetários de sua teoria. Cabe ressaltar, que em contraste com sua herança marshalliana, a abordagem proposta por Pigou vislumbrava a possibilidade de causas estritamente monetárias enquanto deflagradores dos movimentos cíclicos da economia no curto prazo. De Contudo, modo a melhor situar teórica e historicamente nosso objeto central de discussão, preliminarmente, na seção 2, resgatamos em traços gerais a análise de Marshall sobre o ciclo. Na seção 3, então, discutimos sucessivamente a visão de Pigou sobre as causas subjacentes às flutuações, o papel dos erros de previsão nesse contexto e, por fim, a inserção dos fatores monetários no âmbito dessa análise, onde se destaca a versão do autor acerca da chamada frugalidade forçada, teoria desenvolvida na mesma época em Cambridge sobretudo por D.H Robertson.⁴

2-O Ciclo Econômico segundo Marshall

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

⁴ Presley (1979) oferece uma extensiva discussão acerca do desenvolvimento das idéias de Robertson.

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:⁵

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:⁶ “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).

⁵ Ver também Marshall ([1923]1929, p. 249).

⁶ Ver Marshall ([1920]1977, p. 590-591)

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 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 comesse 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, 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.⁷ 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.

⁷ A grande exceção talvez seja a sua teoria do valor.

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 towards a full employment competitive equilibrium” (1987, p. 48). Entretanto, conforme ressaltado na introdução, 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.

3 – Pigou e o Ciclo

Na visão de Pigou, os ciclos econômicos⁸ poderiam ser definidos como alternâncias sistemáticas de períodos de confiança excessiva e de desconfiança exagerada por parte dos empresários capitalistas com relação ao curso dos negócios (Eshag, 1965, p. 101-102). Assim, na fase de prosperidade do ciclo, expectativas de lucro progressivamente favoráveis induziriam os empresários a ampliar a demanda por trabalhadores, a produção e o nível de investimentos, até que o otimismo excessivo em relação aos negócios fosse seriamente abalado, dando origem a uma crise de confiança. A fase descendente do ciclo, marcada por um pessimismo crescente em relação aos lucros e por uma contração cumulativa da atividade econômica, seria, então, iniciada. O pessimismo se tornaria exagerado e a depressão continuaria até que a confiança fosse novamente restaurada e assim sucessivamente. Dessa forma, na teoria de Pigou sobre as flutuações cíclicas na economia, o papel central seria desempenhado pelas expectativas de lucro nos negócios, expectativas essas que, dada a natureza prospectiva das decisões empresariais, seriam em larga medida controladas por erros de otimismo e de pessimismo. O lugar de destaque atribuído por Pigou ao estado de confiança nos negócios aproxima consideravelmente sua análise da teoria do ciclo desenvolvida por Marshall e justifica, em certa medida, a classificação de suas idéias no

⁸ Como ressaltado por Laidler (1999, p. 83), a análise de Pigou sobre os ciclos econômicos, inicialmente apresentada em seu *Wealth and Welfare* (1912), ganharia contornos definitivos com a publicação de *Industrial Fluctuations* (1927).

grupo das explicações psicológicas do ciclo (Hansen, 1964, p. 367-368; Presley, 1979, p. 15-17).

3.1 Fatores deflagradores das flutuações cíclicas

De acordo com Pigou, três diferentes tipos de impulsos poderiam modificar o estado das expectativas empresariais e iniciar o ciclo econômico, a saber: a) as variações autônomas na oferta de moeda e no nível de preços em decorrência da descoberta ou do fechamento de minas de ouro, do movimento das reservas internacionais ou da simples criação de moeda pelo governo ou pelos bancos; b) os fatores reais, tais como, safras agrícolas excepcionalmente favoráveis ou desfavoráveis, o surgimento de importantes invenções científicas aplicáveis à indústria, mudanças significativas nos costumes e nos gostos do público e disputas industriais, greves por exemplo, de grandes dimensões – expectativas baseadas em fatores reais seriam expectativas válidas ou justificadas; e, c) as causas puramente psicológicas, ou seja, mudanças no estado de confiança dos homens de negócio não justificadas pelos fatos, originando um otimismo ou pessimismo excessivo. Segundo as palavras do próprio Pigou, em *Industrial Fluctuations*, essa influência se processaria mediante “...variations in the tone of mind of persons whose action controls industry emerging in errors of undue optimism or undue pessimism in their business forecasts” ([1927]1967, p. 73).

Pigou acreditava que essas três categorias de fatores não deveriam ser consideradas como elementos estanques ou mutuamente excludentes. Ao contrário, causas monetárias, reais e psicológicas tenderiam a interagir, reforçando-se umas as outras e produzindo, assim, movimentos cumulativos de expansão e contração da atividade econômica agregada (Pigou [1927]1967, p. 73-74). Por um lado, fatores reais, como uma abundância agrícola, por exemplo, poderiam levar os empresários a ter uma visão excessivamente otimista em relação às possibilidades de lucro e a ampliar a produção além do nível justificado pelos fatos concretos. A expansão dos empréstimos bancários poderia exacerbar ainda mais esse movimento. Por outro lado, uma melhoria do nível de atividade, gerada a partir da influência de fatores psicológicos e/ou monetários, alteraria as condições reais com as quais se defrontavam os homens de negócio à medida que provocasse um aumento da demanda por diversos produtos. Em todo caso, é fundamental ter em mente que, para Pigou, as influências psicológicas seriam sempre predominantes. Nesse sentido, o núcleo de sua teoria do ciclo consistiria em uma investigação dos aspectos relacionados com o surgimento e com a propagação dos erros de otimismo e de pessimismo na economia.

3.2 Erros de previsão

No mundo moderno, afirmava Pigou, uma parcela considerável das decisões empresariais relativas ao nível de atividade econômica teria por base fatos esperados, e não fatos realizados. A realidade econômica, dizia ele, não era estática e os eventos não se repetiriam ou evoluiriam em uma progressão regular previamente definida. Essa inconstância do mundo real seria a causa fundamental para que erros de otimismo e de pessimismo dominassem, em considerável extensão, as previsões nos negócios. Tais erros de previsão poderiam surgir em diferentes circunstâncias: espontaneamente, como resultado da interação de pequenas causas independentes, ou, então, como reflexo de fatores reais (certas invenções e variações na atividade agrícola), ou ainda induzidos por variações na oferta de moeda e nos preços. De toda forma, uma vez reconhecida certa inconstância dos fatos e a possibilidade de falhas nas previsões econômicas, seria importante, destacava Pigou, identificar os fatores que determinariam o escopo para a ocorrência desses erros. Ele identificava três fatores principais: a) a capacidade mental e a competência dos homens de negócio – em regra, quanto maior a capacidade e a competência desses indivíduos, menores seriam as oportunidades para erros de otimismo ou de pessimismo; b) o acesso às informações relevantes para as decisões econômicas – quanto maior a difusão do conhecimento através de publicações, estatísticas ou outros meios, menor o espaço para erros de previsão; e, c) o grau de descentralização da produção – em geral, quanto mais o controle da produção estivesse pulverizado entre um grande número de unidades produtivas, agindo independentemente umas das outras, maiores seriam as chances de erros.

Uma vez gerados, em algum setor específico da economia, os erros de otimismo e de pessimismo tenderiam a se propagar por todo o mundo dos negócios. Essa disseminação seria resultante da influência conjunta de três tipos de conexões existentes entre os homens de negócio, mesmo que atuantes em setores distintos. Em primeiro lugar, haveria entre eles uma espécie de interdependência psicológica, de forma que uma mudança no estado de confiança gerada em certo ponto do sistema econômico tenderia a se difundir, de maneira até mesmo irracional, pelo restante da sociedade, mesmo que os demais pontos atingidos fossem completamente desconexos. Na definição do próprio Pigou: “There come into play a quasihypnotic system of mutual suggestion” ([1927]1967, p. 74). Existiria, ainda, conforme já sugerimos, uma interdependência real entre os homens de negócio. Por exemplo, a expansão da produção, empreendida por um grupo de indústrias acometidas por um otimismo excessivo

em relação aos lucros, geraria um acréscimo na demanda pelos produtos de outros segmentos, ou seja, criaria uma justificativa real para expectativas favoráveis nesses setores que, sem grandes dificuldades, resultariam em um otimismo exagerado. Por fim, de acordo com Pigou, existiria um considerável comprometimento financeiro entre os diversos homens de negócio engajados em diferentes ramos e que faria com que a prosperidade ou o infortúnio de alguns significassem, respectivamente, a bonança ou a desgraça de outros. As expectativas seriam fortemente condicionadas pelas condições vigentes nos negócios e, assim, a interdependência financeira tenderia a se traduzir em interdependência também ao nível das expectativas. Portanto, erros de otimismo e de pessimismo se propagariam com muito mais facilidade.

Voltemos nossa atenção agora para um aspecto de extrema importância na análise desenvolvida por Pigou. Segundo esse autor, erros nas previsões empresariais teriam a característica fundamental de gerar, após um certo intervalo de tempo, erros no sentido oposto, isto é, períodos de otimismo excessivo tenderiam a conduzir, por si mesmos, a períodos de pessimismo excessivo e vice-versa:

HITHERTO we have considered errors of optimism and errors of pessimism as simple, self-contained and independent. They are not, however, in fact of this character. On the contrary, errors of either sort, in whatever way they may have come about, have the characteristic of generating, after a while, errors of the opposite sort (Pigou [1927] 1967, p. 90).

De acordo com Pigou, essa geração mútua de erros, por sua vez, seria um elemento fundamental a explicar o caráter cíclico das flutuações econômicas.⁹ Seu argumento pode ser resumido da seguinte maneira: suponhamos, inicialmente, que, devido a um fator real (uma invenção, por exemplo), as expectativas de lucro dos homens de negócio tenham se tornado consideravelmente favoráveis e que eles desejassem ampliar os níveis de produção, de emprego e de investimento em capital fixo (instrumentos duráveis de produção), iniciando, assim, uma fase de prosperidade econômica. Após um certo intervalo de tempo, porém, as influências puramente psicológicas prevaleceriam e o que antes seria um otimismo justificado gradualmente se transformaria em otimismo excessivo. Sob expectativas de lucro cada vez mais promissoras, os empresários continuariam a expandir o nível de atividade econômica.

⁹ De acordo com Hansen (1964, p. 367), Pigou reconhecia que fatores, como a longevidade dos instrumentos de produção e a periodicidade das oscilações na agricultura, poderiam em menor extensão explicar esse caráter cíclico.

Todavia, mais cedo ou mais tarde, as atividades desenvolvidas sob a influência do otimismo exagerado se materializariam na forma de mercadorias em busca de um mercado. À medida em que isso acontecesse, as previsões seriam testadas contra os fatos. Vários homens de negócio perceberiam, então, que suas previsões de lucro haviam sido otimizadas por demais e que teriam que vender uma significativa massa de produtos a um preço real muito menor do que haviam antecipado. O erro de estimativa seria, então, descoberto e se tornaria de amplo conhecimento na economia. A confiança nos negócios seria fortemente abalada e o otimismo exagerado, agora destruído, daria origem a um pessimismo exacerbado (Pigou [1927]1967, p. 90). Sob a influência da desconfiança excessiva e generalizada, o nível de atividade experimentaria uma substancial contração. Assim, a produção e o emprego seriam severamente reduzidos, o mesmo acontecendo com os investimentos. No entanto, com o tempo, os empresários começariam a perceber que haviam reduzido demais suas atividades, que as expectativas de lucro haviam se tornado demasiadamente pessimistas e que as condições reais dos negócios não eram assim tão desanimadoras. Além disso, destacava Pigou, durante a depressão, possivelmente, haveria surgido uma série de melhorias técnicas que poderiam ser aproveitadas por aqueles que desejassem realizar novos investimentos. Dessa forma, a confiança nos negócios seria gradualmente restaurada e a economia entraria em uma nova fase de expansão, alimentada por um crescente otimismo. Entretanto, em determinado momento, esse otimismo novamente se revelaria exagerado, uma nova crise de confiança seria gerada e o pessimismo conduziria a economia para a depressão.

3.3 Os aspectos monetários do ciclo e a poupança forçada

Conforme já dissemos, Pigou acreditava que variações na oferta monetária e no nível de preços poderiam ser consideradas como possíveis impulsos deflagradores do ciclo econômico.¹⁰ Além disso, afirmava ele, os fatores monetários agiriam como importantes elementos amplificadores das flutuações cíclicas. Vejamos, então, em linhas gerais, de que forma isso aconteceria.

De acordo com Pigou, as variações das expectativas de lucro nos negócios trariam consigo maiores ou menores flutuações da atividade econômica de acordo com a oferta disponível de poupança, ou seja, com as condições da oferta de recursos reais que poderiam

¹⁰ Ao contrário do que supunha Marshall.

ser transformados em capital: “That is to say, the extent to which the demand for labour, and so industrial activity, fluctuates in consequence of given fluctuations in the expectations of business men depends upon the elasticity of the (annual or monthly) supply of new capital to industry ” ([1927]1967, p. 124).

Assim, durante a fase expansiva do ciclo, os homens de negócio desejariam ampliar seus investimentos em capital fixo e a demanda por novos trabalhadores. Mas, para tanto, deveria existir uma adequada disponibilidade de poupança para garantir a provisão desse capital adicional. Com o objetivo de aumentar seu capital, os empresários recorreriam aos empréstimos junto aos bancos, que estariam prontos a expandir suas operações de crédito. Por outro lado, os empresários reduziriam seus estoques monetários para adquirir bens e serviços que poderiam ser utilizados na produção.¹¹ Ambos os movimentos levariam à elevação do nível de preços. A inflação, por sua vez, promoveria um aumento do volume de recursos reais disponíveis aos homens de negócio para a provisão de capital. Isso devido a uma poupança forçada (*forced levy*), imposta àqueles cujos rendimentos eram fixos em termos monetários. Esses indivíduos, diante da alta dos preços, seriam forçados a reduzir o seu consumo, ou seja, a realizar uma poupança compulsória que garantiria uma intensificação da acumulação de capital na economia e, portanto, uma maior expansão da atividade econômica. O processo seria cumulativo, pois, à medida que os preços se elevassem e a poupança forçada fosse gerada, as expectativas de lucro dos empresários se tornariam cada vez mais otimistas e eles recorreriam cada vez mais aos estoques monetários e aos empréstimos bancários, exacerbando, portanto, o processo inflacionário.

O mecanismo da poupança forçada, rapidamente analisado por Pigou, em *Correctives of the Trade Cycle*, artigo publicado em 1924, viria a adquirir um lugar de maior destaque em *Industrial Fluctuations*. Nessa ocasião, ele identificava duas classes principais de indivíduos prejudicados no processo: aqueles que haviam realizado empréstimos a taxas de juros fixas em termos monetários e, além deles, os assalariados, cujos rendimentos, em regra, não podiam acompanhar a alta dos preços. Portanto, nas palavras de Pigou: “ Thus, in general a rise in prices imposes a forced levy upon people who have lent at fixed interest to business men and transfers the proceeds of this levy to business men” ([1927]1967, p. 174). Ou, ainda, ao tratar dos acordos salariais: “These are sometimes formally at fairly notice, and even if

¹¹ O que em termos teóricos equivaleria a uma redução de “k” na equação de Cambridge. Vide Bridel (1987).

formally they are terminable quickly, in fact an alteration in their terms is apt to be a prolonged proceeding. Hence rising prices are apt to involve transfers to business men from wage-earners” ([1927]1967, p. 176).

Na fase descendente do ciclo, um movimento inverso seria verificado. A contração do crédito e a acumulação de estoques monetários conduziriam à redução dos preços. A deflação promoveria uma transferência de recursos reais dos homens de negócio para as pessoas com rendas fixas que poderiam, então, aumentar o seu consumo, gerando uma diminuição do montante de poupança disponível na economia. Dessa forma, a acumulação de capital seria progressivamente desacelerada e a depressão econômica agravada.

4- Considerações Finais

Tal como salientado por Bridel (1987, p. 104-105), Pigou defendia a tese de que a política monetária deveria ser conduzida de modo a promover a estabilidade dos preços durante o ciclo econômico, reduzindo, assim, consideravelmente, a amplitude do ciclo.¹² Partindo da análise marshalliana, Pigou afirmava que, se os arranjos monetários e bancários fossem adequadamente manipulados no sentido de que a demanda e a oferta de fundos de empréstimo refletissem a demanda e a oferta de capital real, ou seja, de forma que a taxa monetária de juros fosse sempre igual à taxa natural (ou de equilíbrio), os movimentos dos preços e as transferências forçadas de recursos seriam eliminados.

Ainda com relação às taxas de juros, Pigou, ao contrário de Marshall, admitia o fato de que a própria taxa de juros de equilíbrio poderia ser modificada no curto prazo devido à influência de fatores monetários. Nesse sentido, ele reconhecia que a existência da poupança forçada faria com que a taxa natural de juros se situasse em patamares inferiores àqueles que seriam verificados em caso contrário. Embora essas questões, especialmente a poupança forçada, tenham ocupado um lugar de destaque na teoria dos ciclos de Pigou, sua formulação atingiria um estágio ainda mais avançado nos escritos de seu colega de Cambridge, Dennis Robertson, cujas teorias seriam diretamente contrapostas aos desenvolvimentos teóricos de Keynes, na *Teoria Geral*. Com relação a esta última, não obstante o caráter de estrita ruptura

¹² Conforme foi salientado por Hansen (1964, p. 366), Pigou chegava a afirmar que, se os preços permanecessem estáveis, a amplitude das flutuações cíclicas seria reduzida até pela metade. Ver também Laidler (1999, p. 87).

com a chamada tradição clássica, pretendida ou suposta por Keynes, o tipo de resgate aqui desenvolvido sugere, mediante sua contextualização histórica sobretudo, a real existência e evolução nos anos de 1920 de um tipo de concepção acerca das flutuações do produto e do emprego, em Cambridge, consideravelmente distinta da visão altamente estilizada sobre como pensavam os economistas ditos clássicos, fomentada sobremaneira pelo próprio Keynes em sua mais expressiva obra. Ainda nesse contexto, é interessante notar que a materialização da mencionada estilização termina por eleger a figura de Pigou como representante dessa visão amorfa onde a moeda e as expectativas não jogam papel relevante. Os elementos anteriormente explicitados sobre a contribuição de Pigou à análise dos ciclos econômicos vão em sentido contrário a essa percepção e em certo sentido e certa medida à visão de total ruptura com a tradição clássica encerrada pela Teoria Geral, muito embora não conduzam a uma minimização da importância da referida obra para a evolução do pensamento econômico.

REFERÊNCIAS

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

CORRY, Benjamin A. **Money, saving and investment in english economics**. New York: St. Martin's Press, 1962.

DEUTSCHER, Patrick.. **R.G. Hawtrey and the development of macroeconomics**. Michigan: The University of Michigan Press, 1990.

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

HANSEN, Alvin H. **Business cycles and national income**. Expanded Edition. New York: Norton & Company, 1964.

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.

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

_____. **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).

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

MILL, John Stuart. **Princípios de economia política**: com algumas de suas aplicações à filosofia social. São Paulo: Nova Cultural, 1996. v. 2 (obra publicada originalmente em 1848).

O'BRIEN, D.P. **Los economistas clásicos**. Madrid: Alianza Editorial, 1975.

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

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

PRESLEY, John R. **Robertsonian economics**: an examination of the work of Sir D.H. Robertson on industrial fluctuation. New York: Holmes & Meier, 1979.

SOWELL, Thomas. **Classical economics reconsidered**. Princeton: Princeton University Press, 1974.

EDITORIAL

**FACE – Faculdade de Administração,
Ciências Contábeis e Ciências
Econômicas**

Curso de Ciências Econômicas

Direção FACE

Maria do Amparo Albuquerque Aguiar

Vice-Direção FACE

Mauro Caetano de Souza

**Coordenação do Curso de Ciências
Econômicas**

Dnilson Carlos Dias

**NEPEC – Núcleo de Estudos e Pesquisas
Econômicas**

Coordenação

Dnilson Carlos Dias

**TEXTO PARA DISCUSSÃO DO
CURSO DE CIÊNCIAS
ECONÔMICAS DA UFG**

Coordenação

Sandro Eduardo Monsueto

Colaborador Externo

Luciano Martins Costa Póvoa – UNB

Endereço

Campus Samambaia, Prédio da FACE –
Rodovia Goiânia/Nova Veneza, km. 0 –
Caixa Postal 131, CEP 74001-970, Goiânia
– GO.

Tel. (62) 3521 – 1390

URL

<http://www.face.ufg.br/eco>

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos que contam com a participação de pesquisadores do NEPEC. As opiniões contidas nesta publicação são de inteira responsabilidade do(s) autor(es), não representando necessariamente o ponto de vista do NEPEC ou da FACE/UFG. É permitida a reprodução, desde que citada a fonte.