



**SÉRIE DE TEXTOS PARA DISCUSSÃO
DO CURSO DE CIÊNCIAS
ECONÔMICAS
TEXTO PARA DISCUSSÃO N. 30**

**Fatores Reais e Monetários na Análise Robertsoniana dos Ciclos
de Negócios: Breves Notas e Considerações Gerais sobre o Tema**

Sérgio Fornazier Meyrelles Filho

**NEPEC/FACE/UFG
Goiânia – Abril de 2012**



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

M615f Meyrelles Filho, Sérgio Fornazier.
Fatores reais e monetários na análise Robertsoniana dos
ciclos de negócios: breves notas e considerações gerais sobre o
tema / Sérgio Fornazier Meyrelles Filho. - Goiânia :
UFG/NEPEC/FACE, 2012.
26 f. ; (Série de textos para discussão do curso de Ciências
Econômicas ; n. 30).

Bibliografia.

1. Ciclos Econômicos. 2. Poupança. 3. Investimento. I. Título.
II. Série.

CDU: 330.33.012

Fatores Reais e Monetários na Análise Robertsoniana dos Ciclos de Negócios: Breves Notas e Considerações Gerais sobre o Tema

Sérgio Fornazier Meyrelles Filho*
Universidade Federal de Goiás

RESUMO

O presente ensaio propõe um resgate das contribuições teóricas de D.H. Robertson quanto ao estudo dos ciclos econômicos. O trabalho é composto de três seções, além destas notas introdutórias e considerações finais. Na primeira seção, são delineados os aspectos gerais da análise Robertsoniana sobre as flutuações conforme sistematizados em sua obra inicial sobre o tema, *A Study of Industrial Fluctuation*, de 1915. Em seguida, sua incursão inicial sobre o papel da moeda nesse contexto é brevemente revista. A integração mais completa entre as análises real e monetária, desenvolvida a partir do trabalho mais conhecido de Robertson, *Banking Policy and the Price Level*, de 1926, é então o objeto da terceira seção, que discute também o conceito de poupança forçada e sua integração com a teoria dos juros, conforme posteriormente proposta pelo autor. Conclui-se que, não obstante a importância por fim atribuída aos fatores monetários no que se refere à determinação da amplitude das flutuações, a análise preserva seu caráter essencialmente real, sem qualquer ruptura fundamental com a concepção geral marshalliana que lhe serve de base.

Palavras-chave: ciclos econômicos; poupança; investimento.

ABSTRACT

This essay reassesses the theoretical contributions of D.H. Robertson related to the study of economic cycles. This paper is organized in three sections, besides these introductory notes and final remarks. Section 1 tackles the general aspects of Robertsonian analysis of fluctuations according to his early writings, *A Study of Industrial Fluctuations*, of 1915. The following section briefly revisits his early studies on the role of money in this context. The most complete integration of real and monetary analysis, developed upon Robertson's most well-known work, *Banking Policy and the Price Level*, of 1926, is the object of section 3, which also discusses the concept of forced savings and its integration with the interest theory, as latter proposed by the author. It is possible to draw conclusions that notwithstanding the importance attributed to the monetary factors concerning the range of the fluctuations, the analysis holds its essentially real condition, without any fundamental rupture with the general Marshallian view, upon which it is based.

Key-words: economic cycles; savings; investment.

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

Introdução

Referindo-se ao estudo das flutuações econômicas, Dennis Robertson, em certa ocasião, notou, retrospectivamente, ser este o campo da análise econômica que mais lhe instigava e, ademais, onde possivelmente se situava sua contribuição mais expressiva (ROBERTSON, [1959]1963).² De fato, esse interesse já estava evidente desde a época em que Robertson era apenas um estudante na Universidade de Cambridge, Reino Unido. Por volta de 1913, ele havia reunido uma considerável massa de estatísticas referentes ao comportamento de diversos setores produtivos, em diferentes países industrializados, ao longo das décadas precedentes. Seu intuito, em princípio, se limitava a analisar criticamente as principais teorias do ciclo então existentes, contrapondo-as às evidências empíricas. A seu ver, os economistas, apesar de seus esforços, não haviam ainda conseguido explicar de modo sistemático a natureza e existência recorrente dos assim denominados ciclos de negócios. Todavia, encorajado por Pigou, expoente da análise marginalista, Robertson logo abandonaria a mera postura crítica rumo a uma contribuição positiva à teoria. O trabalho daí resultante marcaria o início de sua carreira acadêmica em Cambridge, dando origem ao seu primeiro livro, *A Study of Industrial Fluctuation*, originalmente publicado em 1915.

Todas as idéias posteriormente desenvolvidas por Robertson, no campo das flutuações econômicas, seriam, de certa forma, um complemento à teoria apresentada em *A Study*, que constituiria, por assim dizer, o arcabouço fundamental da concepção robertsoniana sobre o tema. Nos trabalhos subsequentes de Robertson, os papéis da moeda e, particularmente, do crédito, enquanto fatores amplificadores do ciclo, seriam gradualmente desenvolvidos, muito embora sua análise, deva-se ressaltar, tenha por fim preservado um caráter essencialmente não-monetário quando observa que as flutuações seriam invariavelmente geradas a partir de fatores de natureza estritamente real e que variáveis como o nível emprego e a taxa de juros seriam independentes do comportamento da moeda e do crédito em última instância.

O presente ensaio propõe um resgate dessa contribuição, em suas linhas fundamentais, com especial atenção à relação dicotômica entre aspectos reais e monetários, conforme observada em diferentes momentos da análise robertsoniana. O trabalho é composto de três seções, além destas notas introdutórias e considerações finais. Na primeira seção, são delineados os aspectos gerais da teoria de Robertson sobre os ciclos conforme sistematizados em sua obra inicial sobre o tema. Em seguida, sua incursão inicial sobre o papel da moeda nesse contexto é brevemente revista. A integração mais completa entre as análise real e monetária, desenvolvida a partir do trabalho mais conhecido de Robertson, *Banking Policy and the price Level*, de 1926, é então o objeto da terceira seção, que discute também o conceito de poupança forçada e sua integração com a teoria juros, conforme posteriormente proposta pelo autor.

1 - Considerações Gerais sobre os Ciclos

Nas primeiras três décadas do século XX, os economistas, na Europa continental e sobretudo nos círculos acadêmicos da velha Inglaterra, voltaram progressivamente seus esforços ao entendimento das, cada vez mais frequentes, crises comerciais. Esse movimento se intensificou a partir da primeira grande guerra, com a crise do padrão-ouro e as subsequentes iniciativas com vistas a sua restauração nos anos de 1920, culminando, por fim, na emergência da grande depressão, iniciada no final dessa década. A análise neoclássica sobre

² Vide Presley (1979).

as flutuações, conforme desenvolvida pelos economistas de Cambridge, mantinha-se fiel à tradição ricardiana, herdada e desenvolvida, no contexto clássico, particularmente por John Stuart Mill, segundo a qual as leis fundamentais sobre as quais se assentavam a determinação do valor, portanto dos preços relativos, e o crescimento da riqueza nas sociedades modernas, por suposto, seriam essencialmente distintas e independentes dos aspectos e mecanismos concernentes às flutuações temporárias na atividade econômica e, nesse contexto, à eventual ocorrência de crises. Associada a essa visão, encontra-se outra dicotomia fundamental, entre o lado real e o lado monetário do sistema, sendo a moeda essencialmente neutra nesse contexto, incapaz, em última instância, de afetar os valores de equilíbrio do emprego, do produto e da taxa real de juros. Tais concepções dicotômicas, em sua leitura marshalliana, constituem o pano de fundo, ponto de partida fundamental para a visão de Robertson sobre a natureza das flutuações nos negócios.

1.1 *A Study*

De início, é importante ter clara a concepção robertsoniana sobre as, assim chamadas, flutuações industriais. Dizia ele: “By industrial fluctuation then I understand the alleged alternate occurrence of periods of industrial expansion and of industrial depression” ([1915]1948, p. 2). As flutuações industriais, assim definidas, possuiriam um caráter eminentemente cíclico no sentido de que cada fase de expansão traria, natural e necessariamente, consigo as sementes de sua própria dissolução.³ Esses movimentos inicialmente observados na produção industrial, bem como nos preços, naturalmente, isto é, por via dos mecanismos usuais de mercado, seriam então, em certa altura, transmitidos aos demais setores da economia, resultando assim em oscilações correspondentes da atividade econômica agregada.

Segundo essa análise, as causas do ciclo seriam estritamente reais. Fatores monetários e/ou psicológicos seriam capazes de exacerbar os movimentos expansivos e agravar as depressões econômicas, porém impotentes no sentido de gerarem, por si próprios, tais movimentos. De acordo com Presley (1981, p. 176-177), Robertson teria sido o primeiro economista britânico a enfatizar que os ciclos seriam causados por fatores reais, inerentes às economias capitalistas modernas. As flutuações cíclicas, nesse sentido, seriam, em larga extensão, inevitáveis e comuns a todos os países capitalistas industrializados, embora não ocorressem, necessariamente, de forma simultânea e com a mesma intensidade em cada um deles. Com relação à “inevitabilidade” dos ciclos, Robertson, em certa ocasião, observou:

When we consider the anarchic nature of modern industry- how wants are satisfied and activities organised without the conscious guidance of any single directing power, the astonishing fact is surely not that fluctuation should occur but that all things on the whole should work together so smoothly and steadily for good ([1915]1948, p. 7).

A Study of Industrial Fluctuation se iniciava propondo uma investigação acerca dos fatores que poderiam encorajar certa indústria a modificar seu nível de atividade. Supunha-se claramente que partindo de uma análise microeconômica, seria possível, num segundo momento, explicar com maior propriedade os movimentos em nível macro. Nos termos

³ Flutuações consideravelmente mais acentuadas, segundo Robertson, seriam verificadas nas indústrias produtoras de bens de capital (*construction goods*), em relação àquelas observadas nas indústrias de bens de consumo: “...the fluctuations of constructional industry are disproportionately large compared with those fluctuations of consumptive industry...” ([1915]1948, p. 122).

utilizados por Presley: “Robertson always felt that he could examine the micro-economy and gain from this analysis an explanation of the cycle in aggregate economic activity” (1979, p. 22).

1.1.1 Recuperação e Expansão

De acordo com Robertson, uma determinada indústria poderia ser estimulada a expandir sua escala de produção em três principais tipos de circunstâncias: a) devido a uma redução dos seus custos reais de produção; b) em face a um aumento de sua demanda pelos produtos de outras indústrias ou setores e, assim, do esforço que ela estaria disposta a empreender, em termos da sua própria produção, para a aquisição desses produtos; e c) em razão do aumento do valor de troca do seu produto em relação aos demais, devido, sobretudo, a um aumento da demanda pelo mesmo ou a uma maior abundância relativa dos demais produtos. Contudo, o estímulo ao aumento da produção numa particular indústria não seria *per se* suficiente para promover a superação de um estado de depressão e o início da fase ascendente do ciclo econômico. Não obstante, as forças geradoras do movimento expansivo poderiam estar agindo em escala ampliada, ou seja, simultaneamente numa considerável gama de outras indústrias, gerando-se nesse caso um renascimento geral da atividade industrial e, por conseguinte, da atividade econômica agregada.

Um movimento de recuperação da atividade industrial agregada em um ciclo regular (e, portanto, o fim de um momento anterior de depressão), seria, portanto, gerado a partir da influência, isolada ou conjunta, de um número limitado de fatores: a) o aumento generalizado da produtividade física do esforço empreendido na indústria, sob o estímulo da depressão;⁴ b) o aumento do valor de troca dos produtos industriais em relação aos produtos agrícolas, devido ao advento de colheitas abundantes; e c) o aumento da utilidade marginal atribuída aos gastos com bens de capital, ou seja, aos investimentos.

Com relação ao primeiro desses fatores, Robertson dizia: “There can be no doubt that industry possesses a considerable automatic recuperative power of this kind” ([1915]1948, p. 127). Segundo ele, à medida que a economia caminhasse para os estágios mais avançados de uma depressão, haveria uma tendência natural de que as indústrias, de modo geral, buscassem métodos e técnicas de organização e produção mais eficientes e tivessem à sua disposição fontes mais abundantes de recursos naturais e de força de trabalho. O resultado seria o aumento da produtividade média do esforço e, em consequência, a redução dos custos reais de produção, estimulando-se, assim, a expansão da produção. Ao passo que esse movimento fosse suficientemente amplo (generalizado), ele seria capaz de deflagrar o processo de reavivamento da atividade industrial “...an increased prosperity arising from this cause [...] may legitimately, if the field over which it extends be sufficiently wide, be regarded as an explanation of a constructional and a general revival” (Robertson [1915]1948, p. 127).

A segunda possível causa deflagradora do movimento de recuperação e expansão diria respeito à provável influência exercida pelo setor agrícola sobre a prosperidade industrial. O advento de colheitas excepcionalmente generosas significaria, *coeteris paribus*, um acréscimo no valor de troca dos produtos industriais em relação aos produtos agrícolas. Essa alteração, nos termos de intercâmbio entre os dois setores, possivelmente, resultaria em um incentivo para que os produtores industriais aumentassem o esforço empreendido na produção de bens destinados a permitir a aquisição de bens agrícolas. Esse resultado teórico, no entanto, dependeria de que a elasticidade-esforço da demanda do setor industrial em relação aos

⁴ Com relação a esse, bem como a outros aspectos de sua teoria, Robertson recebera uma forte influência de Albert Aftalion. cf. AFTALION, A. *Les crises périodiques du surproduction*. Paris: Marcel Riviere, 1913.

produtos da agricultura fosse maior que 1 ($E > 1$). Caso ela fosse menor que a unidade ($E < 1$), a abundância agrícola tenderia a gerar uma contração da atividade industrial agregada (Robertson [1915]1948, p. 131-137). De toda forma, mesmo se fosse esse o caso, a contração não deveria ser acentuada. Além disso, o mais provável seria que a prosperidade do setor agrícola levasse a uma expansão na indústria:⁵

The general conclusion is therefore confirmed, that in certain circumstances the total volume of industrial activity may be diminished by an increase in the volume of crops, but that is not likely in any case to be diminished much, and is more likely on the whole to be increased (Robertson [1915]1948, p. 137).

Passemos, então, à terceira possível causa do reavivamento e, talvez, a mais enfaticamente destacada em *A Study*. De acordo com Robertson ([1915]1948, p. 156-157), ao contrário do que seria observado com relação aos bens de consumo, a utilidade marginal estimada para os bens de capital, que dependeria, fundamentalmente, da produtividade marginal futura esperada para esses bens, estaria sujeita a acentuadas oscilações. Essa variabilidade, segundo ele, seria um elemento-chave para o entendimento dos mais importantes aspectos das flutuações industriais modernas. O aumento da utilidade marginal atribuída aos gastos com bens de capital poderia gerar uma acentuada elevação da demanda por esses bens e, em consequência, uma expansão também acentuada da oferta nas respectivas indústrias produtoras. A elevada atratividade dos investimentos e a resultante prosperidade no segmento produtor de bens de capital seriam capazes de estimular a produção nas demais indústrias, deflagrando o movimento de recuperação e expansão da atividade industrial agregada.

Robertson teria, então, que explicar o porquê dessa possível revisão da utilidade marginal atribuída aos chamados *construction goods*. Ele identificava três principais causas em potencial para tanto. Primeiramente, haveria, mais uma vez, a possível influência da agricultura sobre a prosperidade industrial. Safras excepcionais resultariam em um aumento das rendas no setor agrícola e estimulariam nos produtores um estado de confiança favorável ao aumento dos investimentos nas lavouras (máquinas, implementos, meios de transporte etc.). Além disso, ao gerar, um estímulo ao aumento da produção nas várias indústrias, por meio do aumento do valor de troca dos produtos industriais, a abundância agrícola tenderia a criar, devido ao estado favorável das expectativas, um estímulo ao aumento dos investimentos nessas indústrias.

Em segundo lugar, o aumento da atratividade dos investimentos poderia ser consequência da necessidade de substituir (devido ao sucateamento ou à obsolescência) uma quantidade excepcionalmente grande de instrumentos de produção em algum grupo importante de indústrias. Por fim, o surgimento de uma invenção, física ou legal, com efeitos “pervasivos” sobre a indústria, poderia levar a um aumento da utilidade atribuída aos bens de capital. Por exemplo, uma determinada invenção poderia estar relacionada com um produto que necessitaria ser transportado a longas distâncias e, dessa forma, estimular a demanda por instrumentos de transporte. Em consequência, seria favorecida também a demanda por ferro, aço etc. Noutras circunstâncias, a própria invenção poderia requerer o auxílio da produção de ferro e aço para a sua aplicação na indústria. Em todo caso, o efeito esperado sobre a

⁵ De acordo com Robertson, existia uma relutância, relativamente generalizada entre os autores da época, com relação à aceitação da influência do setor agrícola como um fator explicativo dos movimentos cíclicos na economia. Segundo ele, Ralph Hawtrey estaria entre os mais dogmáticos nesse sentido. Vide Robertson ([1915] 1948, p. 129) e Deutscher (1990).

atividade industrial agregada seria tanto maior quanto o número e a importância das indústrias de bens de capital fisicamente envolvidas no processo (Robertson [1915]1948, p. 158).

Uma vez deflagrado, por qualquer dos motivos enumerados, o movimento de reavivamento da atividade industrial seria progressivamente transmitido à totalidade dos negócios. O mecanismo de transmissão, por excelência, seria o sistema de preços relativos. Robertson acreditava que os diferentes segmentos da economia poderiam prosperar lado a lado, e que o aumento da produção e do emprego em um determinado setor não ocorreria em detrimento do nível de atividade nos demais. A prosperidade na indústria, iniciada de forma local ou generalizada, criaria o acréscimo na demanda e o otimismo necessários para gerar um processo cumulativo de expansão em cadeia da atividade econômica agregada. Assim, o nível de investimento, o emprego, o produto, a renda real e também o nível de preços experimentariam uma elevação substancial.⁶ Todavia, tal estado de prosperidade generalizada não perduraria para sempre.

1.1.2 Crise e depressão

Conforme já destacamos, Robertson estava convencido de que cada fase de expansão traria consigo os elementos de sua própria destruição.⁷ Mas, em que sentido as próprias características do período de prosperidade seriam responsáveis pela crise e pela conseqüente depressão econômica?

Em primeiro lugar, ao contrário do que aconteceria na depressão, à medida que a expansão econômica atingisse estágios mais adiantados, os produtores recorreriam naturalmente cada vez mais a métodos e técnicas pouco eficientes, utilizariam trabalhadores exaustos, e pouco habilitados, e recorreriam a fontes pouco acessíveis de recursos minerais. Assim, a produtividade física do esforço declinaria e os custos reais de produção na indústria cresceriam, conduzindo a uma contração generalizada da produção industrial, o que ocasionaria um estado de convulsão na economia.

Deletérios também, possivelmente, seriam os efeitos de uma escassez agrícola (*agricultural shortage*). Entretanto, embora atribuísse à agricultura um papel de destaque no que dizia respeito à gênese do processo expansivo, Robertson considerava a escassez dos produtos agrícolas tão-somente um importante fator suplementar, incapaz de explicar, por si só, a crise na indústria. Isso fica claro na seguinte passagem: “Both the evidence therefore and the general probabilities of the case force us, while emphasising the supplementary importance of agricultural shortage, to refuse to assign it as the sole cause of industrial collapse” (Robertson [1915]1948, p. 170).

Não obstante esses fatores, a explicação crucial para as crises, segundo a teoria robertsoniana, seria o advento de um estado de sobreinvestimento na economia durante as fases expansivas⁸ e que conduziria a uma queda acentuada na demanda por bens de capital. O colapso dos investimentos seria suficiente para gerar a crise na atividade industrial e no

⁶ Possivelmente, o crédito também seria consideravelmente expandido, mas desse fator falaremos mais adiante.

⁷ “There seems no reason to doubt that in such ways each period of expansion carries in itself the seeds of its own dissolution” (Robertson, [1915]1948, p. 165).

⁸ Autores como Bridel e Presley classificam a teoria das flutuações, desenvolvida por Robertson, em *A Study*, como uma teoria não-monetária do sobreinvestimento, uma vez que, nessa teoria, as crises seriam causadas fundamentalmente por um sobreinvestimento na economia, e os fatores geradores desse quadro seriam não-monetários por natureza. Ver Bridel (1987, p. 78-83) e Presley (1979, p. 26-28).

sistema econômico como um todo, deflagrando o período de depressão. É importante, no entanto, ter bem claro o sentido fundamental desse sobreinvestimento e as causas que conduziriam a ele.

Aventa-se que, existiam três tipos de teorias do sobreinvestimento conhecidas por Robertson durante a fase de preparação de *A Study*.⁹ A primeira delas, a de Tugan Baranowsky, argumentava que as crises ocorreriam devido a uma demanda excessiva por bens de capital em relação à oferta disponível de crédito para financiar sua aquisição. A segunda vertente das teorias do sobreinvestimento, advogada por autores como Arthur Spiethoff e Marcel Labordère, defendia a tese de que, durante a fase expansiva do ciclo econômico, a demanda por investimentos se tornaria excessiva em relação ao estoque de recursos reais necessários para a sua viabilização. Robertson demonstrava certa simpatia por essa idéia e acreditava que um colapso dos investimentos poderia, em alguns casos, resultar de uma insuficiência do volume de poupança necessário para sua concretização¹⁰ (voltaremos a essa questão no item a seguir). No entanto, uma influência decisiva sobre a teoria de Robertson seria exercida pela terceira corrente de explicação das crises industriais, proposta por Albert Aftalion: conforme sua interpretação, nas fases de prosperidade, os investimentos se tornariam excessivos no sentido de que promoveriam, à medida que se materializassem, uma superprodução de determinadas mercadorias em relação às suas respectivas demandas. A saturação da demanda por essas mercadorias levaria os seus produtores a reduzirem drasticamente os investimentos na expansão da capacidade produtiva. Ou seja, haveria um declínio da utilidade marginal atribuída aos bens de capital e, portanto, uma redução acentuada de sua demanda e, posteriormente, de sua produção. Esse seria o sentido fundamental do sobreinvestimento para Robertson, portanto, associado à visão de uma produção que por fim se revelara excessiva. Caberia, então, explicar as razões pelas quais a expansão econômica conduziria a tal estado de coisas, gestando, pois, as condições de sua inexorável dissolução.

Robertson acreditava que a tendência ao sobreinvestimento estaria intimamente associada a certas características peculiares às modernas economias capitalistas. A mais importante dessas características seria a existência de um período de gestação dos investimentos,¹¹ definido como o intervalo de tempo necessário para fabricar e preparar para uso os bens de produção (Robertson [1915]1948, p. 13). Durante a fase de prosperidade, os preços de diversas mercadorias tenderiam a se elevar em relação aos demais, fazendo com que os respectivos produtores se sentissem estimulados a expandir os seus investimentos.

Entretanto, levaria tempo para que os novos investimentos se materializassem e resultassem numa oferta adicional dessas mercadorias. Enquanto isso, seus preços permaneceriam altos, e os produtores, agindo isoladamente e ignorantes em relação ao volume de investimentos realizados por seus concorrentes, investiriam cada vez mais. A resultante desse processo seria, precisamente, um estado de sobreinvestimento na economia: chegaria o momento em que todos aqueles investimentos se traduziriam em uma oferta excessiva de mercadorias e, por conseguinte, em uma queda dos seus preços. Desapontados, os produtores desejariam agora reduzir drasticamente os investimentos, e as indústrias produtoras de bens de capital, diante da queda na demanda por seus produtos, entrariam numa crise que logo se alastraria por todo o sistema, iniciando, assim, a depressão. Logo, de acordo com Robertson, quanto mais longo, em média, o período de gestação dos investimentos, maior deveria ser o período em que os

⁹ Vide, Presley (1979).

¹⁰ Laidler (1999, p. 90-91) parece acreditar, erroneamente, que esse seria o sentido fundamental do sobreinvestimento para Robertson.

¹¹ Esse era um claro sinal de que o fator tempo desempenharia um papel fundamental na obra de Robertson.

preços permaneceriam altos, mais acentuado seria o sobreinvestimento e mais severa a depressão subsequente.

Três outras importantes características iminentes à produção capitalista poderiam contribuir para a crise. A primeira delas seria a divisibilidade imperfeita dos instrumentos de produção. Na indústria moderna, de produção em larga escala, os equipamentos de capital dificilmente seriam empregáveis em pequenas unidades, isto é, as unidades de investimento tenderiam a apresentar grandes dimensões. Dessa forma, o aumento da capacidade produtiva, com frequência, não poderia ocorrer de forma gradativa, sendo realizado aos saltos, e os investidores seriam fortemente tentados ao sobreinvestimento. Porém, em segundo lugar, uma vez detectado o sobreinvestimento, os produtores não poderiam simplesmente fechar ou deixar ociosas partes de suas plantas produtivas, pois tal decisão implicaria pesados custos, para não mencionar a indesejável descontinuidade do processo produtivo. Esse fenômeno era denominado por Robertson como o caráter intratável dos equipamentos de capital. Assim, possivelmente, caminhar-se-ia para o agravamento da crise. Por fim, a longevidade dos investimentos também contribuiria nesse sentido. Quanto maior, em média, o período de vida útil dos instrumentos de produção, mais aguda tenderia a ser a crise de sobreinvestimento e mais duradoura a depressão posterior (Robertson [1915]1948, p. 32-41).

Em todo caso, o período de depressão, uma vez iniciado, seria marcado por um movimento cumulativo de contração da atividade econômica agregada. A crise iniciada nas indústrias produtoras de bens de capital seria progressivamente propagada por toda indústria. Os produtores de bens de consumo, diante da queda nos preços dos seus produtos, em virtude da superprodução gerada pelo sobreinvestimento, logo restringiriam o volume de produção. Os investimentos seriam reduzidos cada vez mais, em um contexto de pessimismo crescente e de contração sustentada da demanda pelos mais diversos produtos. O recuo nos gastos em geral desestimularia a produção e aprofundaria a recessão, que, por sua vez, deprimiria ainda mais a demanda, e assim sucessivamente. Dessa forma, o infortúnio de determinado grupo de indústrias logo atingiria os demais, e o colapso da indústria não tardaria a atingir outros setores da economia. Os níveis de produto, de emprego, de renda real e dos preços seriam drasticamente reduzidos. Esse estado de penúria deveria prevalecer até que os possíveis fatores geradores da recuperação e expansão, anteriormente elencados, reconduzissem a economia a uma nova fase de prosperidade, iniciando-se, assim, um novo ciclo.

2 - Moeda e Ciclo

Em *A Study*, Robertson desenvolvera uma teoria das flutuações em termos essencialmente não-monetários. As causas do ciclo, como vimos, seriam estritamente reais, e apenas em um derradeiro capítulo de seu livro os aspectos relacionados à existência de um sistema de crédito e de salários monetários seriam brevemente considerados. Robertson notava, então, que, durante a fase de prosperidade (originada por fatores reais), um possível aumento na quantidade de moeda-crédito, devido a um influxo de ouro ou simplesmente a um estado favorável de confiança por parte dos bancos, poderia estimular ainda mais a expansão da produção e a tendência ao sobreinvestimento ([1915]1948, p. 211-216; 238-239). Isso ocorreria em dois estágios principais. Primeiramente, ao expandir o volume de crédito, os bancos tornariam seus serviços de intermediação mais acessíveis em termos monetários. Num segundo momento, o aumento da oferta monetária tenderia a elevar o nível geral de preços, de acordo com a Teoria Quantitativa da Moeda. O aumento dos preços, em termos absolutos, poderia induzir cada produtor a esperar um aumento no preço relativo (ou valor de troca) de seu próprio produto, criando um incentivo adicional para que ele expandisse os seus negócios.

Por outro lado, uma vez considerada a relativa rigidez dos salários nominais,¹² da taxa monetária de juros e das taxas de intermediação bancária, a elevação dos preços propiciaria aos produtores fontes adicionais de ganho, estimulando-os a produzir e a investir cada vez mais. Seguindo essa mesma lógica, Robertson afirmava que uma redução na oferta de crédito, durante a fase depressiva do ciclo, seria capaz de agravar o movimento de contração da atividade econômica ([1915]1948, p. 217-228; 240-241). O encarecimento dos serviços bancários e a redução do nível geral de preços, aliados à relativa insensibilidade dos salários nominais e demais encargos, em termos monetários, agiriam, então, como fatores de desestímulo à produção e aos investimentos, agravando a depressão econômica.

Embora não demonstrasse estar propriamente preocupado com uma definição rigorosa do termo poupança, era evidente que Robertson acreditava no que se convencionou chamar de uma teoria da poupança real (*Real Saving Theory*).¹³ Essa teoria identificava a poupança disponível para viabilizar os investimentos com um estoque previamente acumulado de bens de consumo, ou seja, de bens não consumidos anteriormente e que seriam necessários para suprir a comunidade enquanto uma maior proporção dos seus recursos estivesse comprometida com a produção de bens de capital. Se esses recursos reais não fossem acumulados *ex-ante*, seria fisicamente impossível realizar os investimentos. Por essa lógica, como sugerimos, a expansão dos investimentos, durante a fase de prosperidade do ciclo, poderia ser prematuramente interrompida por uma insuficiência de poupança, ocasionando um colapso na produção de bens de capital. Os bancos nada poderiam fazer para evitar ou reverter esse quadro.

Desenvolver essa análise, rumo a um entendimento efetivo dos aspectos monetários do ciclo econômico, seria o próximo grande desafio a ser enfrentado por Robertson. Ele daria um primeiro e importante passo nesse sentido, com a publicação, em 1922, de um pequeno livro-texto intitulado *Money*, no qual, pela primeira vez em Cambridge, reconhecia-se que o sistema bancário, por meio dos seus empréstimos, seria capaz de alterar o volume de recursos reais necessários para possibilitar os investimentos. Isso aconteceria graças a um processo de abstenção compulsória do consumo, imposto ao público pelos bancos. O que se denomina, nesse contexto, de poupança ou frugalidade forçada.

Essa primeira e embrionária¹⁴ versão da teoria da poupança forçada apresentada por Robertson poderia ser resumida nos seguintes termos: suponhamos que, numa fase de prosperidade, os produtores desejassem, por qualquer motivo, expandir seus investimentos e que o volume de poupança voluntária disponível *ex-ante* fosse insuficiente para viabilizá-los.

Diante de uma elevada demanda por empréstimos, os bancos poderiam, todavia, decidir expandir suas operações de crédito, mesmo não havendo, naquele momento, uma contrapartida real (isto é, poupança real) para tais empréstimos. O novo poder de compra em circulação permitiria aos produtores uma maior capacidade de demanda. Assim, uma quantidade adicional de dinheiro fluiria para o mercado de bens, cuja oferta era momentaneamente limitada, em concorrência com o dinheiro já nas mãos do público. Os preços desses bens se elevariam e os indivíduos com rendimentos fixos, assalariados por exemplo, seriam, então, submetidos a uma poupança forçada, ou seja, obrigados, por meio do

¹² Em linhas Marshallianas. Vide Eshag (1965).

¹³ Ver Robertson (1948[1915], p. 170-171). Uma discussão em relação a esse tópico pode ser encontrada em Presley (1979, p. 92-96); Bridel (1987, p. 79-83) e Laidler (1999, p. 90-91).

¹⁴ Como ressaltado por Bridel (1987, p. 85), a análise apresentada por Robertson, na primeira edição de *Money*, em relação à poupança forçada, era bastante breve e incipiente em vários aspectos.

mecanismo de preços, a se abster de uma parcela de sua renda real corrente, do consumo que, de outra forma, poderiam desfrutar. Seria gerado, dessa forma, um montante suplementar de poupança que permitiria o aumento dos investimentos na economia. A seguinte passagem nos ajuda a compreender esse argumento:

...[if] there is [no] corresponding preliminary accumulation of goods [to match additional loans], any saving that is done is done during the currency of the loan [...] by the members of the general public, who find the value of their money diminished, and are forced to abstain from consumption which they would otherwise have enjoyed. The community is in effect compelled, by the extra purchasing power put into the hands of the borrower, to share with him its current income of real things (Robertson, 1922, apud Bridel, 1987, p. 87).

3- *Banking Policy*

Em meados da década de 1920, Robertson permanecia fiel à idéia de que as flutuações econômicas deveriam ser explicadas a partir de fatores estritamente reais, tais como havia sido sugerido em *A Study*. Em 1926, na introdução do seu então mais recente trabalho, *Banking Policy and the Price Level*, ele afirmava:

I suspect that the mind of some modern writers are unduly influenced by some exceptional features of the great postwar boom and slump: I hold that far more weight must be attached to certain real, as opposed to monetary and psychological causes of fluctuations ([1926]1932, p. 1).

Por outro lado, Robertson acreditava que, embora os fatores monetários não fossem capazes de gerar as flutuações cíclicas de maneira isolada, eles poderiam afetar de forma considerável sua amplitude, e que a necessidade de uma análise rigorosa acerca das forças monetárias presentes no ciclo se mostrava cada vez mais premente. Esse seria o objetivo fundamental de *Banking Policy*, tal como foi corretamente descrito por Presley na seguinte passagem:

...Banking was not intended as a comprehensive study of the cycle but as an examination of the monetary forces operating in the cycle; it specifically intended to investigate the justifiable behavior of banks and the appropriate movements of price level through the cycle (1979, p. 122).

A referida análise estaria centrada em uma definição criteriosa do conceito de poupança no contexto de uma economia monetária e, mais especificamente, no desenvolvimento da teoria da poupança forçada apresentada em *Money* poucos anos antes, que ganharia, então, contornos definitivos em sua versão robertsoniana. Porém, para que possamos compreender adequadamente o mecanismo da poupança forçada e o papel por ele desempenhado na teoria do ciclo, como descrito em *Banking Policy*, é necessário definir alguns pontos essenciais em termos do modelo analítico proposto por Robertson.

3.1 O Elemento Dinâmico

Inicialmente, é fundamental ter em mente a natureza dinâmica do argumento, todo ele desenvolvido com base naquilo que Bridel (1987, p. 111) denomina de *period analysis*, baseada no conceito de período de produção. O período de produção de uma mercadoria seria entendido enquanto o lapso de tempo decorrido entre o momento de início do processo

produtivo e o momento em que a respectiva mercadoria chegaria às mãos do seu usuário (Robertson[1926]1932, p. 43). A importância crucial desse conceito, presente ainda de forma seminal nos trabalhos anteriores de Robertson, decorria do reconhecimento explícito, e definitivo, de um princípio de extrema relevância: a produção levaria tempo e não poderia, portanto, ser expandida ou contraída de forma instantânea.

Segundo Robertson, um indivíduo estaria poupando, ou seja, realizando *lacking* (tal como ele denominava a poupança em *Banking Policy*), se, durante um dado período, ele consumisse menos do que o valor do seu produto corrente. Ao contrário, se ele consumisse mais do que esse valor, haveria uma despoupança, uma poupança negativa, ou *dis-lacking*. Para que possamos entender corretamente esse conceitos, torna-se necessário, todavia, examinar o que Robertson denominava, especificamente, de produto corrente ([1926]1932, p. 41).

Imaginemos, por hipótese, a existência de apenas dois períodos de produção sucessivos, $t = 0$ e $t = 1$. De acordo com Robertson, devido ao fato de que a produção implicaria um dispêndio de tempo, o produto resultante de um processo produtivo corrente estaria disponível aos diversos indivíduos que dele participaram (direta ou indiretamente), tão-somente ao final desse período de produção, para ser alocado, digamos, entre consumo e poupança no período seguinte. O produto corrente em $t = 1$ seria definido com base no que havia sido produzido no período anterior, ou seja, em $t = 0$. Dessa forma, o volume de poupança (ou despoupança) em $t = 1$ seria determinado a partir da diferença entre o volume de produção em $t = 0$ e o que seria consumido em $t = 1$:

$$S_t = Y_{t-1} - C_t$$

Temos, portanto, a introdução de um importante elemento de defasagem temporal (*time-lag*) que, conforme analisaremos mais adiante, terá importantes desdobramentos em relação à dinâmica do modelo a partir da incorporação de um outro tipo de *time-lag*, qual seja, aquele existente entre o reajuste de determinados rendimentos monetários, sobretudo salários, e o reajuste dos preços.

3.2 Capital e Poupança

Em *Banking Policy*, podemos identificar a existência de três tipos diferentes de capital: o fixo, o circulante e o imaginário. A função da poupança (*lacking*) seria garantir a existência de todo esse capital. Assim, aos três tipos de capital corresponderiam três tipos distintos de poupança.

O “capital fixo” (*fixed capital*) consistiria no estoque de instrumentos de produção disponível à economia num determinado momento: “There is thus little ambiguity about the nature of fixed capital: it consists of factories, railways, machinery, and so forth” (Robertson [1926]1932, p. 42). Sua provisão seria garantida a partir de uma modalidade de poupança denominada por Robertson de “poupança de longo prazo” (*long lacking*). Segundo Bridel (1987, p. 144), o capital fixo, assim definido, corresponderia aproximadamente àquilo que Marshall havia denominado de capital especializado.

O “capital circulante” (*working capital*), por sua vez, seria constituído por um conjunto de bens de consumo e matérias-primas, nos mais diversos estágios de produção, que permitiriam que o processo produtivo fosse levado adiante. Essa concepção representava um passo adiante vis-à-vis a tradição clássica (outrora assumida, em certo sentido, pelo próprio Robertson) que identificava o capital circulante com um estoque de bens de consumo acabados que deveria ser previamente acumulado de forma a ser utilizado por aqueles envolvidos na produção. Segundo Roberson, devido às características da produção industrial

moderna, não haveria necessidade de que esse estoque atingisse grandes proporções e, além disso, seria de fato equivocado ignorar aqui os bens intermediários:¹⁵

Modern economists rightly warn us against adopting the view countenanced by Adam Smith and Jevons, that circulating capital consists mainly in stocks of goods available for immediate consumption by workpeople and others engaged in the dilatory processes of production; for since production in all branches of industry is carried on simultaneously, there is no reason why [...] such stocks should attain any very great dimensions. Nevertheless, Circulating Capital does consist of real goods - not, however of finished goods only, but of a shifting congeries of goods in all stages of their passage from the soil to the ultimate user or consumer; but it comprises also some goods - such as coal used in industry - which never reach the consumer's hands (Robertson[1926]1932, p. 42).

Permanecendo todos os demais fatores constantes, o valor do capital circulante necessário à produção estaria diretamente relacionado com a duração do período de produção. A provisão desse capital deveria ser garantida a partir da oferta daquilo que Robertson denominava de “poupança de curto prazo” (*short lacking*). Dizia ele: “Long Lacking is directed towards providing society with [...] fixed and durable instruments of production: Short Lacking towards enabling society to carry on production - including the production of durable instruments” ([1926]1932, p. 41). As questões relacionadas com a oferta e com a demanda por poupança de curto prazo, bem como sua relação com a chamada poupança de longo prazo, constituíam o cerne da análise de Robertson sobre o mecanismo da poupança forçada no ciclo, conforme abordaremos em momento apropriado.

Neste instante, cabe fazer uma breve referência a um último tipo de capital, de menor importância no esquema teórico aqui examinado. Em síntese, o “capital imaginário” (*imaginary capital*) consistiria em um estoque de títulos, sem contrapartida em ativos reais, que, segundo proposto por Robertson, representaria: “...the immaterial wealth of national security or prestige” ([1926]1932, p. 45). A existência desse capital dependeria da oferta de “poupança improdutiva” (*unproductive lacking*) que se originaria, sobretudo, em transferências de poder de compra do setor privado para o setor público.

3.3 Poupança Aplicada *versus* Poupança Abortiva

Segundo Robertson ([1926]1932, p. 46), todo indivíduo desejaria conservar um estoque de recursos sob a forma de moeda (*hoardings*), cuja magnitude dependeria dos seus hábitos e preferências, e apresentaria uma certa relação de proporcionalidade definida, porém não imutável, com sua riqueza ou sua renda real. Essa proposição, evidentemente, representa uma clara alusão não somente à versão “*cash-balance*” da teoria quantitativa, mas também à noção de margem não gasta, antes sugerida por Hawtrey.¹⁶ Mas, qual seria, para Robertson, a relação existente entre a acumulação de estoques monetários e a acumulação de capital? Procuremos entender essa questão com o auxílio de um exemplo bastante simplificado.

Suponhamos que um determinado grupo de pessoas em uma comunidade, de posse do seu produto corrente ou de sua renda real disponível, decidisse consumir apenas parte desses recursos, ao contrário do que havia ocorrido em períodos anteriores. Por definição, esses indivíduos estariam poupando. Vamos imaginar agora de que forma eles utilizariam os

¹⁵ Em relação a essa “nova” concepção acerca do capital circulante, é fundamental considerar a influência exercida por Cassel e Henderson sobre Robertson (ver Presley, 1979, p. 120-121).

¹⁶ Um estudo acerca das concepções de Ralph Hawtrey sobre essa e outras questões pode ser encontrado em Deutscher (1990, p. 21- 68).

recursos poupados. Uma primeira alternativa seria utilizar esses recursos na compra de instrumentos de produção, ou no pagamento de trabalhadores produtivos.¹⁷ A segunda opção seria permitir a outrem, mediante empréstimos, por exemplo, que utilizasse os recursos de forma produtiva. Em ambas as situações, teríamos casos de “poupança aplicada” (*applied lacking*), ou seja, de poupança direcionada à provisão de capital ou, ainda, de poupança transformada em investimento. A única diferença seria que, no primeiro caso, isso ocorreria de forma direta – “Lacking applied directly” –, como denominou Robertson, e, no segundo, de forma indireta – “Lacking applied indirectly” ([1926]1932, p. 45).

Mas, restaria ainda uma terceira alternativa. As pessoas poderiam, simplesmente, conservar os recursos poupados sob a forma de moeda. Nesse caso, poderia ocorrer algo inusitado. Supondo que tudo o mais permanecesse constante e, em especial, que o sistema bancário não estivesse expandindo os seus empréstimos, a acumulação de saldos monetários (entesouramento) causaria uma redução da quantidade de dinheiro voltada para o mercado de bens. Em virtude disso, os preços cairiam, e outros segmentos da comunidade poderiam, assim, expandir o seu consumo na mesma proporção que os indivíduos inicialmente considerados haviam reduzido o seu próprio. Dessa forma, embora, do ponto de vista desses indivíduos, estivesse ocorrendo uma poupança, do ponto de vista da comunidade como um todo, o volume de poupança permaneceria inalterado. Assim, ao invés de poupança direcionada à provisão de capital, haveria ocorrido, então, o que Robertson denominava de “poupança abortiva” (*abortive lacking*), ou seja, uma poupança que traria consigo os elementos de sua própria destruição.

Poderíamos, portanto, concluir que a acumulação de saldos monetários (*new hoardings*) não necessariamente implicaria num aumento da poupança real.¹⁸ Robertson afirmava: “We must be careful, too, not to speak as though an increase (or decrease) in the amount of Real Hoarding necessarily implied that Lacking (or Dis-Lacking) has taken place” ([1926]1932, p. 47). Todavia, segundo ele, seria perfeitamente possível que o novo entesouramento se revertesse em um aumento da oferta de poupança. Tudo dependeria da atuação do sistema bancário, conforme poderemos compreender a seguir, a partir de novos conceitos introduzidos por Robertson em sua teoria.

3.4 Poupança Espontânea e Poupança Forçada

Uma vez alcançado este estágio de nossa análise, podemos, então, apresentar o elemento central do modelo robertsoniano que nos leva diretamente à sua teoria da poupança forçada, qual seja, a distinção entre poupança espontânea, automática e induzida (*spontaneous, automatic e induced lacking*). De acordo com Robertson ([1926]1932, p. 47), o termo “poupança espontânea” (*spontaneous lacking*) identificaria aquilo que normalmente era denominado poupança no sentido marshalliano. Assim, a parcela dos recursos correntes de um indivíduo, num dado período, que ele voluntariamente optara por não consumir naquele período, e cuja magnitude dependeria, *coeteris paribus*, de sua renda e da taxa de juros, seria uma poupança espontânea (*spontaneous lacking*). Ao contrário, se esse indivíduo consumisse deliberadamente mais do que o valor dos seus recursos correntes, haveria despoupança espontânea (*spontaneous dis-lacking*). Obviamente, a mesma lógica se aplicaria no plano agregado, ou seja, em termos da economia como um todo. Todavia, dizia Robertson, se, por um lado, seria correto afirmar que, em uma situação de equilíbrio monetário, o volume total de poupança disponível para fins de acumulação coincidiria com a poupança espontânea (*spontaneous lacking*), a mesma afirmação, certamente, não poderia ser sustentada em uma

¹⁷ O termo produtivos é utilizado aqui para identificar aqueles trabalhadores engajados no processo de produção.

¹⁸ Pigou já havia chegado a uma conclusão semelhante em seu livro *The Economics of Welfare* (1920). Ver Bridel (1987, p. 100-102).

situação de desequilíbrio, em que os fluxos monetários estivessem sujeitos a flutuações. Nesse caso, seria necessário considerar não somente a poupança espontânea, mas também a poupança forçada, a qual se apresentaria em duas formas diferentes.

A primeira delas, denominada por Robertson de “poupança automática” (*automatic lacking*), deveria ser analisada a partir do conceito de “restrição automática” (*automatic stinting*), o qual teria lugar quando um aumento no montante de dinheiro direcionado ao mercado de bens reduzisse o consumo efetivo de certas pessoas (Robertson [1926]1932, p. 47). Esse aumento do fluxo de dinheiro teria origem na decisão de certas pessoas de reduzir seus estoques de moeda, o “desentesouramento” (*dis-hoarding*), ou, então, na criação de dinheiro novo, notadamente, por meio do sistema de crédito. Em ambas as situações, o dinheiro adicional em circulação provocaria um aumento de preços e garantiria aos seus detentores o acesso a uma parcela da produção que, caso contrário, seria consumida por outros indivíduos. Quando o consumo desses últimos fosse reduzido abaixo do valor inicialmente pretendido, e abaixo também do valor do seu produto corrente, e tão-somente nesse caso, teríamos uma restrição automática que implicaria uma poupança automática. Adiante, a relevância dessa distinção ficará mais evidente. Neste momento, é essencial ter claro o significado do que Robertson denominava de poupança automática (*automatic lacking*). O argumento pode ser resumido da seguinte forma: devido a um aumento na quantidade de moeda encaminhada ao mercado de bens, certos indivíduos seriam obrigados, por força do sistema de preços, a consumir menos, situando o seu nível de consumo em um patamar inferior àquele que havia, prévia e espontaneamente, sido por eles deliberado. Além disso, essa queda no poder de compra derrubaria o seu consumo abaixo do valor dos seus recursos correntes. Tais indivíduos, automática e compulsoriamente, proveriam a sociedade com uma oferta adicional de poupança, denominada então de poupança automática (confira Presley, 1979, p. 106; Mehta, 1978, p. 112 e Bridel, 1987, p. 112).¹⁹

Pode-se perceber, pelo exposto até aqui, que o conceito de poupança automática, introduzido por Robertson em *Banking Policy*, aproximava-se consideravelmente da definição de poupança forçada utilizada em *Money* (1922). Uma diferença fundamental, contudo, residiria no fato de o novo conceito incorporar a idéia de que, da mesma forma que uma variação no volume de crédito, uma alteração na propensão a entesourar moeda poderia gerar igualmente o processo de acumulação forçada (confira Presley, 1979, p. 106).

Todavia, em *Banking Policy*, existiria ainda um outro tipo de poupança forçada, denominado “poupança induzida”²⁰ (confira Laidler, 1999, p. 96-98). Vejamos mais de perto esse conceito. Suponhamos, inicialmente, que, devido a um aumento na quantidade de moeda direcionada ao mercado de bens, o nível de preços tenha se elevado e um determinado grupo de indivíduos tenha sido submetido a um processo de poupança automática; suponhamos agora que esse mesmo movimento tenha reduzido o valor dos seus estoques monetários, em termos reais, a um nível inferior àquele considerado por eles como apropriado. Esses indivíduos procurariam, então, recompor o nível ótimo dos seus estoques de moeda, retirando moeda de circulação por meio da redução do seu consumo. Na medida em que eles

¹⁹ No caso oposto, ou seja, de contração monetária, configurar-se-ia o processo denominado em tal contexto de ampliação automática (*automatic splashing*).

²⁰ Segundo Bridel (1987, p. 112), a poupança induzida (*Induced Lacking*) poderia ser considerada como um ancestral remoto do *Real Balance effect*, preconizado por Patinkin.

estivessem, dessa forma, consumindo menos do que o valor do seu produto corrente, ocorreria um processo de poupança induzida.²¹

Induced Lacking occurs when, the same process that imposes automatic lacking on certain people having also reduced the real value of their money stocks, these people hold money off the market, and refrain from consuming the full value of their current output in order to bring the real value of their money stocks up again to what they regard as an appropriate level (Robertson [1926]1932, p. 49).

Como destacado por Robertson, as variações na poupança qualificadas como induzidas seriam diferentes daquelas ditas automáticas por originarem-se em uma ação deliberada dos agentes econômicos de modificar o seu consumo; todavia, ambas resultariam de um mesmo processo, qual seja, as alterações da quantidade de dinheiro direcionada ao mercado de bens. Nesse sentido, tanto a poupança quanto a despoupança de um ou outro tipo poderiam ser entendidas como sendo de natureza compulsória e, juntas, conformariam, respectivamente, o que seria chamado de “poupança” ou “despoupança imposta” (*imposed lacking* ou *dis-lacking*).²² Como explica Robertson: “For some purposes it is convenient to group together automatic lacking and Induced Lacking as Imposed Lacking” ([1926]1932, p. 49).²³

3.5 A Poupança Forçada e o Ciclo

Dando continuidade à análise da poupança forçada tal como exposta em *Banking Policy*, consideremos a existência de uma situação inicial de equilíbrio entre a oferta e a demanda por poupança de curto prazo. Imaginemos, então, que um evento qualquer, repentinamente, provocasse um acentuado e descontínuo aumento da demanda por capital circulante. Segundo Robertson, a oferta voluntária de poupança de curto prazo, por definição, não seria suficientemente elástica para fazer frente a movimentos dessa natureza: “...there seems no doubt that in fact the supply of Short Lacking is not sufficiently elastic to cope with such pronounced and discontinuous increases in demand” ([1926]1932, p. 72). Nesse caso, a incumbência de satisfazer a expansão na demanda recairia, quase inteiramente, sobre os bancos. Esses últimos, diante da pressão dos empresários desejosos em aumentar o seu capital circulante, expandiriam os seus empréstimos além do nível justificado por eventuais entesouramentos que viessem a surgir, os quais o próprio Robertson considerava como pouco relevantes nessas circunstâncias.

Os empréstimos adicionais permitiriam aos empresários exercerem um poder de compra adicional e levariam à contratação de novos trabalhadores, inclusive nas indústrias

²¹ Seguindo a mesma lógica, no caso oposto, se, devido a uma contração da quantidade de moeda no mercado, a queda dos preços fizesse com que o valor real dos estoques monetários se situasse acima do valor considerado como apropriado, e as pessoas procurassem recompor esse nível ótimo, consumindo mais do que o valor do seu produto corrente, haveria ocorrido, então, um processo de “despoupança induzida” (*induced dis-lacking*).

²² Bridel (1987, p. 116), em certa ocasião, refere-se à poupança induzida como uma poupança forçada semivoluntária.

²³ É interessante notar, nesse contexto, que segundo Robertson, o conceito de poupança induzida lhe havia sido sugerido por seu então mais estreito colaborador, John Maynard Keynes. Nesse sentido, afirma categoricamente: “Induced Lacking belongs to Mr. Keynes” (Robertson, [1926]1932, p. 50).

produtoras de capital circulante, estimuladas pelo aumento da demanda. A esses trabalhadores seria pago um determinado salário, e a eles caberia, também, portanto, a capacidade de exercer poder de compra. Isso tudo se traduziria em um maior montante de dinheiro direcionado ao mercado de bens de consumo. A oferta desses bens (assim como a oferta de todos os demais), no entanto, não poderia ser expandida instantaneamente. Sua produção levaria tempo e não poderia simplesmente aumentar no período de produção corrente, mas tão-somente para os períodos seguintes. Assim, haveria no mercado de bens de consumo uma maior competição pela oferta disponível e, em consequência, os preços se elevariam (confira Presley, 1979, p. 101-102; 1981, p. 189).

Quando os preços se elevassem, certos indivíduos passariam a consumir menos do que pretendiam inicialmente e abaixo do valor do seu produto corrente. Mas, quem seriam esses indivíduos? Basicamente, aqueles cujos rendimentos monetários não se mostravam capazes de acompanhar o aumento dos preços, sobretudo assalariados e rentistas. Em virtude dessa incapacidade, eles experimentariam uma redução de sua renda real e, dessa forma, seriam automaticamente obrigados a reduzir o seu consumo, estando submetidos, então, a um processo de poupança automática. Mas, além disso, a elevação do nível de preços reduziria também o valor real (ou seja, em termos de poder de compra), dos estoques monetários desses mesmos indivíduos (e de outros mais). No sentido de recompor o valor ótimo desses estoques (em termos reais), eles retirariam moeda de circulação, reduzindo mais ainda o seu consumo e, portanto, gerando uma poupança forçada adicional que, como sabemos, seria denominada de poupança induzida.

Dessa forma, o sistema bancário, mediante a expansão de seus empréstimos, seria capaz de submeter determinados indivíduos a um processo de poupança forçada (*imposed lacking*), promovendo uma transferência de recursos reais desses para outros segmentos da sociedade e viabilizando assim a oferta adicional de poupança para a provisão de capital. Vejamos agora como esse mecanismo se faria presente no ciclo econômico propriamente dito.

Tomemos como referência aquilo que Robertson denominava de ciclo do tipo construcional ([1926]1932, p. 90), ou seja, um ciclo em que os movimentos de expansão e contração seriam consideravelmente mais acentuados nas indústrias produtoras de instrumentos e implementos de produção. Esse tipo de ciclo, como vimos, constituía a base da análise desenvolvida em *A Study*.²⁴ Aliás, é sempre importante ter em mente que é sobre essa análise que se constrói o argumento apresentado em *Banking Policy* que, conforme já dissemos, buscava basicamente examinar os aspectos monetários das flutuações industriais.²⁵

Partindo de um estado de depressão, imaginemos que as indústrias produtoras de instrumentos de produção desejassem expandir bruscamente sua oferta devido a um intenso aumento na demanda por esses bens. Suponhamos, por exemplo, que, em resposta a uma invenção qualquer, a utilidade marginal estimada para o capital fixo tenha se elevado e, dessa forma, também a procura por instrumentos de produção. A fase ascendente do ciclo seria assim iniciada e se caracterizaria por um movimento quase rítmico de expansão da atividade econômica, puxado pelas indústrias produtoras de capital fixo, induzidas, por sua vez, por

²⁴ Em *Banking Policy*, Robertson afirmava que esse tipo de ciclo continuava sendo a regra, embora pudessem haver exceções a essa regra, tal como havia sido o ciclo verificado imediatamente após à Primeira Guerra Mundial, tanto na Inglaterra quanto nos E.U.A.

²⁵ Robertson dizia na introdução de *Banking Policy*: “Chapters II, III, IV and VII are in large part a restatement and development of part of the analytical framework of my *Study of Industrial Fluctuation*...” ([1926]1932, p. 5).

um aumento sustentado na demanda por novos investimentos.²⁶ Mas, de que forma a poupança forçada entraria nessa história?

Em primeiro lugar, os instrumentos de produção, como todos os demais bens, necessitariam de uma poupança de curto prazo para que fossem produzidos. Para expandir bruscamente a sua oferta, os produtores precisariam ampliar também o seu capital circulante, o que, por sua vez, implicaria um aumento intenso e descontínuo na demanda por poupança de curto prazo. Uma vez que a oferta espontânea dessa poupança, por hipótese, seria incapaz de fazer frente a movimentos descontínuos da demanda, a responsabilidade de prover a oferta adicional recairia quase inteiramente sobre o sistema bancário.²⁷

Contudo, novos empréstimos resultariam em aumento de preços, fazendo com que determinados segmentos da comunidade fossem submetidos a um processo de poupança imposta de natureza tanto automática quanto induzida, conforme discutimos anteriormente. Dessa forma, uma oferta adicional de poupança de curto prazo estaria garantida para satisfazer o impulso inicial na demanda. Entretanto, durante a fase de expansão, uma série de outros fatores faria com que a demanda para financiar o capital circulante se tornasse cada vez maior, obrigando os bancos a expandir cada vez mais os seus empréstimos (Robertson [1926]1932, p. 72-76; 91-94; confira Presley, 1979, p. 124-125). Dentre esses fatores mereceriam destaque: a) o aumento progressivo do período médio de produção devido aos obstáculos físicos naturais e à especulação dos comerciantes, os quais, diante dos aumentos de preços, desejariam reter por mais tempo suas mercadorias antes de levá-las à venda; b) o fato de que os novos instrumentos de produção implicariam na necessidade de capital circulante adicional não apenas durante o seu período de gestação, mas também para a sua posterior operação. Assim, a medida que se expandisse a sua produção, haveria necessidade cada vez maior de poupança de curto prazo para mantê-los em funcionamento. Caberia, então, sobretudo aos bancos, promover uma elevação progressiva dos preços de forma a extrair volumes cada vez maiores de poupança forçada. No entanto, não apenas os novos empréstimos contribuiriam nesse processo, pois certos agentes, sobretudo empresários,²⁸ diante da escalada dos preços, tenderiam a reduzir seus estoques monetários (*dis-hoarding*), de forma a antecipar compras de mercadorias e/ou obter ganhos especulativos. Nesse caso, a alta dos preços seria ainda mais estimulada, e com ela o processo de poupança forçada.

Mas nem tudo no ciclo (do tipo que consideramos aqui) se resumiria às questões relativas à demanda e à oferta da poupança de curto prazo, pois a expansão do capital fixo da economia só seria possível caso houvesse uma adequada provisão da poupança de longo prazo:

Up to the point at which they reach the hands of their final purchasers, consumable goods and instruments are alike in the requirements for Lacking to which their existence gives rise. That Lacking is of the Short variety [...]. But the purchase of a ship involves

²⁶ Esse aumento sustentado na demanda por investimentos ocorreria devido aos mesmos fatores identificados em *A Study*, e que não seriam novamente discutidos de forma exaustiva em *Banking Policy*, mas antes tomados como pressupostos.

²⁷ Para uma maior clareza de nossa análise, não consideramos aqui a possibilidade de transformação de eventuais novos entesouramentos em poupança aplicada. Ademais, segundo Robertson ([1926]1932, p. 72), diante de movimentos descontínuos, tais como o que consideramos aqui, aquele mecanismo deveria ser de pouca relevância.

²⁸ Certos assalariados e rentistas também agiriam nesse sentido. Todavia, no geral, o comportamento predominante dessas classes seria aquele associado ao processo de poupança induzida (*induced lacking*).

a further provision of Lacking, this time of the Long variety, for an indefinite period, while the purchase of a joint of beef does not (Robertson [1926]1932, p. 85).

Aí, então, a poupança forçada entraria mais uma vez em cena. De acordo com Robertson, a provisão da poupança de longo prazo necessária para uma expansão do capital fixo seria garantida, principalmente, por meio de uma poupança espontânea adicional proveniente de três principais classes de investidores, a saber: “...private entrepreneurs reinvesting their profits in their businesses, the directors of joint-stocks companies dealing in similar lines with the profits made by their companies, and individual citizens purchasing new issues of securities” ([1926]1932, p. 86).

Todavia, segundo Robertson, outras fontes de financiamento também deveriam ser consideradas. Em primeiro lugar, porque, no moderno mundo dos negócios, uma decisão racional por parte de um investidor, no sentido de adquirir um instrumento de produção adicional, cada vez mais envolveria uma reavaliação, no sentido oposto, em relação à utilidade de conservar estoques monetários.²⁹ Assim, possivelmente, parte da expansão do capital fixo se realizaria às expensas da redução desses estoques, o que, por sua vez, representaria uma redução de “k” na Equação de Cambridge ou, em outros termos, um aumento da velocidade de circulação da moeda. Haveria nesse caso um aumento de preços, localizado, inicialmente, no mercado de bens de capital fixo, mas que se estenderia progressivamente a todos os demais bens. À medida que os bens de consumo tivessem seus preços elevados, certas pessoas seriam obrigadas a uma poupança forçada. Nessas circunstâncias, como afirma Robertson: “...the burden of the provision of Long Lacking is partially placed on the shoulders of the consuming public” ([1926]1932, p. 87).

Em segundo lugar, porque, à medida que se caminhasse para o fim do *boom*, não seria difícil imaginar uma situação em que a oferta voluntária de poupança de longo prazo se mostrasse insuficiente frente à crescente demanda. Isso poderia ser resultado, por exemplo: de crescentes custos reais que reduziriam as disponibilidades de importantes grupos de investidores; de uma gradual recuperação dos salários diante dos lucros; ou, ainda, de uma posição conservadora por parte de alguns investidores, receosos quanto ao futuro, no sentido de substituir investimentos por estoques em moeda. Em uma situação dessa natureza, os bancos seriam acionados e, com o aumento dos seus empréstimos, gerariam um processo de poupança de longo prazo compulsória (Robertson [1926]1932, p. 87-89; confira Presley, 1979, p. 125).

Nesse sentido, podemos dizer que, no esquema analítico proposto por Robertson em *Banking Policy*, se, por um lado, a poupança forçada estaria primordialmente vinculada à provisão do capital circulante; por outro, seria um equívoco ignorar sua ligação com a expansão do capital fixo durante a fase ascendente do ciclo.

Eis, então, que se apresenta a seguinte questão: qual seria, segundo Robertson, a política monetária mais sensata diante da existência da poupança forçada durante o ciclo? De acordo com sua análise, seria aquela condizente não com uma estabilidade dos preços, mas com uma adequada expansão dos empréstimos bancários no sentido de gerar um montante de poupança forçada suficiente para possibilitar tão-somente o aumento do nível de atividade justificado pelas condições subjacentes de utilidade e/ou custo (*appropriate fluctuations*), inibindo flutuações justificadas por fatores puramente monetários e/ou psicológicos (*innappropriate fluctuations*).

²⁹ E não apenas em relação ao lazer ou ao consumo, os seus ou dos respectivos acionistas. Ver Robertson ([1926]1932, p. 87).

Todavia, inevitavelmente, chegaria o momento em que o processo de expansão daria lugar à crise. Robertson ([1926]1932, p. 90) continuava reconhecendo que, em alguns casos, a reversão do ciclo na fase de prosperidade poderia ocorrer como resultado de uma deficiência de capital, no sentido sugerido por autores, como Cassel, Spiethoff e Labordère (confira Presley, 1979, p. 126), ou seja, de uma insuficiência do volume de poupança frente às necessidades impostas pela expansão dos investimentos. No entanto, em *Banking Policy*, Robertson afirmava que tal estado de coisas poderia se impor caso o sistema bancário não se mostrasse capaz de promover o adequado montante de poupança forçada necessário durante o *boom*. Mas esse tipo de crise, dizia ele, seria antes a exceção do que a regra, e uma deficiência de capital dessa natureza seria capaz apenas de antecipar algo inexorável, ou seja, o momento em que o crescente custo dos instrumentos de produção e o declínio da utilidade marginal atribuída a esses bens conduziriam os investidores a uma reavaliação das vantagens líquidas associadas à realização de novos investimentos. Assim, verificar-se-ia uma redução acentuada na demanda por bens de capital, processo esse que ocorreria independentemente da existência de uma oferta abundante de poupança (espontânea ou forçada).³⁰ Na descrição do próprio Robertson:

...the actual 'crisis' may be correctly described as due to a 'deficiency of capital' in the sense of a deficiency of the activity of Lacking [...] the crisis may occur at a moment dictated by the general state of strain upon the banking-system rather than by the stage which has been reached in the true constructional cycle. It may, that is to say, occur before the moment at which the increasing cost of instruments, or the decline in their desirability caused by their increasing numbers, even if unexhausted supplies of Long Lacking were available, prescribe a revaluation of the net advantage of acquiring instruments and a consequent decline in the quantity of them demanded [...]. It may nevertheless, be true that the right moment for revaluation of the advantage of acquiring instruments would in any case have soon arrived ([1926]1932, p. 90-91).

Diante de uma queda abrupta na demanda por seus produtos, as indústrias produtoras de capital fixo entrariam em crise, que logo se estenderia por toda a indústria, conduzindo a economia rumo à fase descendente do ciclo, caracterizada por uma contração quase rítmica da atividade econômica. A partir de então, todo o processo descrito em relação à fase de expansão ocorreria em sentido inverso. O ritmo de acumulação de capital (fixo e circulante) seria drasticamente reduzido, e a oferta voluntária de poupança tenderia a superar e a se tornar cada vez maior que a demanda. Os bancos, diante desse quadro, reduziriam os seus empréstimos e, com isso, os preços cairiam. Os mesmos indivíduos, antes punidos pela inflação, passariam, então, a consumir mais do que haviam inicialmente planejado e além do valor dos seus recursos correntes, ocorrendo um processo de despoupança forçada e assim por diante. A economia permaneceria em depressão até o momento em que fatores reais, por exemplo, safras agrícolas abundantes, ou alguma importante invenção, (aqueles mesmos apresentados em *A Study*) reconduzissem a economia a uma nova fase de prosperidade.

Com relação à análise de Robertson sobre a poupança forçada no decurso do ciclo, existem dois últimos aspectos que julgamos importante ressaltar antes de finalizarmos esta seção. Primeiro, tal análise independe de qualquer suposição quanto à existência de pleno emprego de recursos na economia (confira Presley, 1979, p. 118-119 e Bridel, 1987, p.120-121).³¹ Em *Banking Policy*, fica muito claro que a poupança forçada seria gerada a partir de

³⁰ Ver Presley (1978, p. 125-126; 1981, p. 182-184) e Bridel (1987, p. 122).

³¹ Uma posição diferente da adotada aqui, em relação a essa questão, pode ser encontrada em Eshag (1965, p. 60).

uma rigidez da oferta de bens de consumo frente a movimentos descontínuos da demanda; todavia, essa rigidez não seria consequência da inexistência de recursos ociosos na economia que poderiam ser incorporados ao processo produtivo. A produção, simplesmente, levaria tempo e não poderia ser expandida de forma instantânea. Em virtude disso, os preços se elevariam e, dada a existência de rendimentos monetários relativamente fixos, a poupança forçada ocorreria.

Em segundo lugar, em *Banking Policy*, ainda não existia, ao menos explicitamente, uma integração entre a teoria da poupança forçada e uma análise sistemática do comportamento das taxas de juros durante o ciclo. Ao que tudo indica, embora Robertson acreditasse que a teoria marshalliana dos juros fosse inquestionável (Bridel, 1987, p. 123), ele, porém, não estabelecia uma clara associação entre a existência da poupança forçada e uma possível divergência entre o que seria uma taxa natural e a taxa de juros de mercado. Em acréscimo, ele também parecia ignorar completamente a possibilidade de que uma expansão do crédito associada aos movimentos cíclicos da economia pudesse, por intermédio da poupança forçada, exercer alguma influência sobre a taxa natural de juros. Todavia, esses importantes elementos teóricos seriam explicitamente considerados por Robertson em um breve artigo, publicado originalmente no *Economic Journal*, em dezembro de 1934.

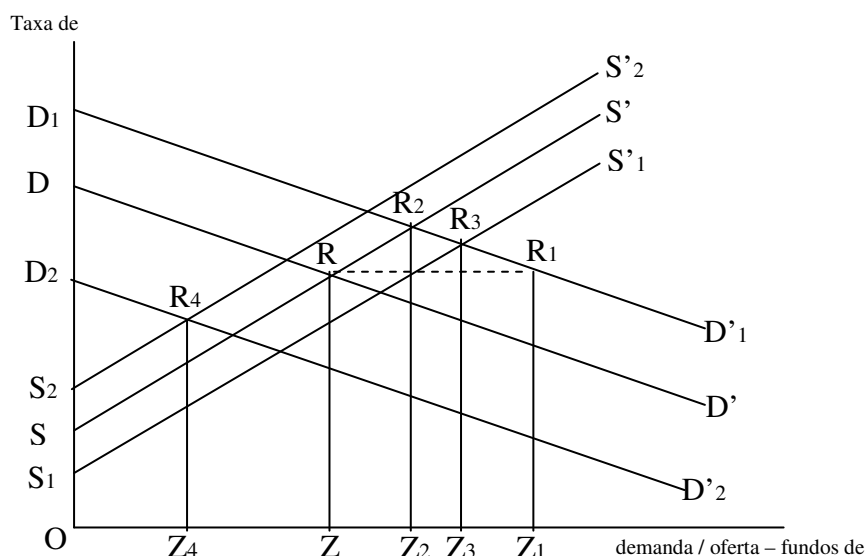
3.6 Poupança Forçada e Juros

Em seu artigo *Industrial Fluctuation and the Natural Rate of Interest*, Robertson buscava desenvolver a concepção marshalliana dos juros a fim de torná-la compatível com sua própria teoria das flutuações cíclicas e, em especial, com a existência da poupança forçada. Ele acreditava, tal como havia sido proposto por Marshall, que, em qualquer momento, existiria uma taxa de juros condizente com a igualdade entre os volumes de poupança e de investimentos realizados na economia. Em torno dessa taxa natural, flutuaria a taxa de juros efetiva, ou de mercado, determinada pela demanda e pela oferta de fundos de empréstimo ou, noutros termos, de comando sobre capital. A demanda por fundos de empréstimo refletiria, a cada momento, a demanda por capital real (fixo e circulante) e, portanto, a demanda por poupança de curto e longo prazo.³² A oferta, por outro lado, seria determinada pelo montante de poupança realizada, pelos novos empréstimos criados pelos bancos e pelo desentesouramento líquido de moeda realizado pelos agentes econômicos. De toda forma, haveria sempre a tendência de que a taxa de mercado convergisse para a taxa natural de juros, ou seja, de que a demanda e a oferta de fundos de empréstimo refletissem a demanda e a oferta de recursos reais disponíveis para o investimento. Todavia, de acordo com Robertson, ao menos no curto prazo a taxa compatível com o equilíbrio entre oferta e demanda por capital poderia ela mesma oscilar, em consonância com os movimentos cíclicos da economia, constituindo nesse sentido uma taxa “quase-natural” de juros que, contudo, em última análise, terminaria por refletir as condições estritas de utilidade e custos conforme supostas no equilíbrio natural marshalliano, concebido como um centro relativamente estático de gravitação.

Segundo Robertson, em termos analíticos, a taxa quase-natural de juros seria determinada, a cada momento, pela interseção da curva de demanda por investimentos, negativamente inclinada, e a curva de oferta de poupança, com inclinação positiva em relação aos juros. Ao longo do ciclo, essas curvas seriam deslocadas continuamente, e a poupança

³² Como ressaltado por Presley (1979, p. 142-143), a análise apresentada por Robertson, em trabalhos posteriores, com relação à demanda por fundos de empréstimo, era mais sofisticada, embora a essência do argumento tenha permanecido inalterada.

forçada teria participação nesse processo. A essência do argumento pode ser compreendida melhor com o auxílio do seguinte diagrama:³³



Suponhamos que, inicialmente, a economia se encontrasse em uma situação na qual a curva de demanda por investimentos fosse representada por DD' e a curva de oferta de poupança por SS' . Teríamos, nesse caso, uma taxa quase-natural de juros igual a RZ . Suponhamos, em adição, uma igualdade entre a taxa quase-natural e a taxa de juros de mercado, configurando o equilíbrio real e monetário no mercado de capital. Imaginemos, então, que, devido ao surgimento de uma importante invenção, a utilidade marginal atribuída aos bens de capital e, portanto, a atratividade dos investimentos, tenha se elevado drasticamente. A demanda por capital experimentaria um aumento e, dessa forma, em termos do diagrama acima, toda a curva de demanda por investimentos seria deslocada para a direita, sendo agora representada, digamos, que por $D_1D'_1$. A maior demanda por capital traria consigo uma maior demanda por fundos de empréstimo (OZ_1), que tenderia a superar a oferta de poupança (OZ), dada a taxa de juros de mercado vigente (RZ). Os bancos poderiam, no entanto, decidir manter a taxa de mercado fixa em $RZ = R_1Z_1$, criando novos empréstimos de forma a atender à maior demanda por fundos de empréstimo, mesmo não havendo, até então, uma contrapartida real (isto é, em termos de poupança real) para esses empréstimos. Teríamos, portanto, nessas condições, uma taxa quase-natural de juros R_2Z_2 superior à taxa de mercado R_1Z_1 . Essa situação, entretanto, teria breve duração. Com os novos empréstimos, os preços se elevariam e, dada a relativa rigidez de determinados rendimentos monetários, sobretudo salários, a resultante seria uma poupança forçada (*imposed lacking*): a curva de oferta de poupança seria deslocada para a direita, sendo então representada por $S_1S'_1$. Nesse novo cenário, teríamos uma taxa quase-natural R_3Z_3 . Por outro lado, os bancos não seriam capazes de sustentar, por muito tempo, a taxa de mercado R_1Z_1 , e a oferta de fundos de empréstimo se aproximaria gradualmente da oferta de recursos reais disponíveis (poupança), fazendo com que a taxa de juros de mercado tendesse a convergir para o nível quase-natural.

³³ A análise apresentada a seguir é, em vários aspectos, bastante simplificada. Por exemplo, para um melhor entendimento do papel desempenhado pela poupança forçada no processo em questão, não consideramos os deslocamentos da curva de oferta de poupança decorrentes da variação do nível de renda real durante o ciclo. Isso, contudo, não compromete o sentido fundamental do argumento.

A partir dessa análise simplificada, podemos concluir que, no esquema teórico de Robertson: a) o sistema bancário poderia gerar, por meio dos seus empréstimos, uma divergência entre a taxa quase-natural e a taxa de juros de mercado;³⁴ b) a expansão dos empréstimos bancários, por meio da poupança forçada, exerceria influência sobre a taxa quase-natural de juros; e c) a taxa quase-natural, apesar de não ser estável durante o ciclo, seria a taxa dominante para a qual tenderia a convergir a taxa de mercado.

Porém, esse quase-equilíbrio em R_3Z_3 seria também uma posição instável, pois existiriam forças dentro do sistema que fariam com que a taxa quase-natural fosse continuamente modificada e a taxa de mercado acompanhasse essas mudanças de forma defasada. Em todo caso, de acordo com Robertson, a expansão traria, em si, as sementes da crise e da depressão econômica. Durante a fase descendente do ciclo, a utilidade marginal atribuída aos bens de capital seria reduzida de forma drástica e a curva de demanda por investimentos, em nosso diagrama, seria deslocada agora para a esquerda, até $D_2D'_2$. Por sua vez, uma redução dos empréstimos bancários geraria uma queda dos preços e um processo de despoupança forçada (*imposed dis-lacking*): a curva de oferta de poupança seria, então, deslocada para a esquerda, até $S_2S'_2$. Nessa ocasião, teríamos uma taxa quase-natural de juros igual a R_4Z_4 , para a qual convergiria a taxa de mercado.

Considerações Finais

Cabe ressaltar que, embora o mecanismo acima descrito introduza a possibilidade de ajustamento via preços no que se refere ao equilíbrio poupança-investimento, ao longo do ciclos, tal análise permanece, em última análise, subordinada à concepção marshalliana mais geral sobre a determinação das taxas de juros, conforme desenvolvida na teoria dos fundos de empréstimo (*loanable funds theory*). Nesse referencial teórico, convém ressaltar, a taxa de juros é uma variável de natureza essencialmente não – monetária, em seu equilíbrio de longo prazo determinada de modo exclusivo pelas conhecidas forças da frugalidade e da produtividade.

As concepções Robertsonianas sobre o ciclo e a acumulação de capital se tornariam objeto de acirrado debate teórico entre Robertson e J.M Keynes, seu antigo colaborador, na segunda metade da década de 1930. Especificamente no tocante à teoria da poupança forçada, Keynes, antes simpático e em parte responsável por seu desenvolvimento, no âmbito de sua parceria intelectual com Robertson, empreenderia um ataque frontal àquela teoria no contexto do que viria a se tornar sua mais importante obra.

Em “A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda”, Keynes ([1936]1982) argumenta que a ideia de poupança forçada apenas teria sentido lógico onde, por suposto, houvesse um equilíbrio estável caracterizado por pleno emprego de recursos. Uma vez que houvessem recursos ociosos, prossegue o argumento, variações do nível de renda garantiriam o equilíbrio entre os montantes de poupança e investimento, não modificações dos preços. Mais precisamente, o investimento determinaria a oferta de poupança mediante a operação do assim-chamado mecanismo multiplicador de gastos, cumprindo a taxa de juros um papel essencialmente distinto nesse esquema. Em resposta, Robertson enfatizou o componente dinâmico de sua teoria, por essa via, desvinculando-a em qualquer sentido vital do suposto de pleno emprego. Além disso, argumentou, por outro lado, que a análise keynesiana sobre o multiplicador padecia de um caráter essencialmente estático e, portanto,

³⁴ Um desentesouramento líquido de moeda positivo, por parte dos agentes econômicos, teria um efeito semelhante.

negligenciava o efetivo papel desempenhado pelos fatores monetários no financiamento dos planos de investimento.

Como desdobramento desse debate, Keynes [(1937)1987] introduziria o conceito de meios financeiros (*finance*) em sua análise da preferência pela liquidez, associando essa fonte potencial de demanda adicional por moeda à noção de um fundo rotativo de crédito, operacionalizado pelo sistema bancário e não necessariamente vinculado ao fluxo corrente de poupança, e muito menos com a eventual existência de poupança forçada, no sentido proposto por Robertson.

Referências

AFTALION, Albert. **Les crises périodiques du surproduction**. Paris: Marcel Riviere, 1913.

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

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.

KEYNES, John Maynard. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Atlas, 1982 (obra publicada originalmente em 1936).

KEYNES, John Maynard. Alternative theories of the rate of interest (artigo publicado originalmente em 1937). In: MOGGRIDGE, Donald. (Ed.). **The collected writings of John Maynard Keynes**: the general theory and after: part II- defence and development. London: MacMillan Press, 1987. v. XIV. p. 201-215.

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

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

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. **Money**. Cambridge: Cambridge University Press, 1922.

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).

ROBERTSON, Dennis Holme. La fluctuación industrial y el tipo natural de interés (artigo publicado originalmente em 1934). In: _____. **Ensayos sobre teoría monetaria**. Madrid: Aguilar, 1956. p. 92-100.

ROBERTSON, Dennis Holme. **Lectures on Economic Principles**. London: Fontana Library, 1963 (obra publicada originalmente em 1959).

EDITORIAL

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

Curso de Ciências Econômicas

Direção FACE

Prof^a. Maria do Amparo Albuquerque
Aguiar

Vice-Direção FACE

Prof. Mauro Caetano de Souza

**Coordenação do Curso de Ciências
Econômicas**

Prof. Sandro Eduardo Monsueto

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

Coordenação

Prof. Sérgio Fornazier Meyrelles Filho

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

Coordenação e Equipe de Editoração

Prof. Sandro Eduardo Monsueto

Barbara Christina Carrijo

Roberta Teodoro Santos

Colaborador Externo

Prof. 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.