

RBEMF

REVISTA BRASILEIRA DE ECONOMIA MONETÁRIA E FINANCEIRA

Volume 04 | Número 1 | 2026

ISSN 3085-7643

O debate sobre o emprego entre Keynes e Pigou

Pedro Gabriel Lima Ferreira



O debate sobre o emprego entre Keynes e Pigou

The discussion about employment between Keynes and Pigou

Pedro Gabriel Lima Ferreira

Estudante de graduação do curso de Ciências Econômicas da UFRJ.

pedro.ferreira@graduacao.ie.ufrj.br

Resumo

O artigo contrasta a teoria do emprego de Arthur Cecil Pigou, em *Theory of Unemployment* (1933), com a crítica de John Maynard Keynes no Capítulo 2 da *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Reconstroí-se o modelo clássico, no qual o emprego é determinado pelo salário real e o desemprego decorre de rigidezes institucionais. Em seguida, apresenta-se a objeção keynesiana: a oferta de trabalho não depende apenas do salário real e a taxa de juros é variável monetária, não intertemporal. A réplica de Pigou enfatiza o canal monetário dos cortes nominais via queda da taxa de juros. O impasse final reside na determinação da taxa de juros e na possibilidade de bloqueio pela liquidez.

Palavras-chave: Salários Nominais; Salários Reais; Taxa de Juros; Mercado de Trabalho.

Abstract

This article contrasts Arthur Cecil Pigou's theory of employment in *Theory of Unemployment* (1933) with John Maynard Keynes's critique in Chapter 2 of *The General Theory of Employment, Interest and Money*. It reconstructs the classical model, in which employment is determined by the real wage and unemployment results from institutional rigidities. It then presents the Keynesian objection: labor supply does not depend solely on the real wage, and the interest rate is a monetary, not an intertemporal, variable. Pigou's rejoinder emphasizes the monetary transmission channel of nominal wage cuts through interest rate reductions. The final impasse concerns the determination of the interest rate and the possibility of liquidity-based blockages preventing full employment adjustment.

Keywords: Money Wages; Real Wages; Interest Rates; Labor Market.

1. Introdução

O trabalho investiga a divergência teórica entre Arthur C. Pigou e John Maynard Keynes sobre a determinação do nível de emprego e a natureza do desemprego involuntário. Mais especificamente, o problema central consiste em compreender se o mercado de trabalho, tal como determinado pela tradição clássica, possui mecanismos automáticos de ajuste capazes de garantir o pleno emprego por meio da flexibilidade dos salários nominais, ou se, conforme argumenta Keynes no Capítulo 2 da *Teoria Geral*, tal conclusão repousa sobre hipóteses comportamentais e institucionais inconsistentes com o funcionamento efetivo das economias monetárias de produção.

Sustenta-se, ao longo do artigo, que, embora a controvérsia se inicie no mercado de trabalho, seu núcleo analítico desloca-se para a determinação da taxa de juros. Argumenta-se que é no âmbito da natureza monetária ou intertemporal do juro e na previsibilidade de seus mecanismos de ajuste que reside a divergência fundamental entre os autores.

Adota-se uma exposição em linha do tempo: primeiro reconstrói-se a teoria de Pigou publicada em *Teoria do Desemprego* (1933); em seguida, apresenta-se a crítica de Keynes na *Teoria Geral* (1936); após isso, examina-se a réplica de Pigou (1937), e por fim apresenta-se uma conclusão acerca da discussão.

2. A teoria pigoviana do emprego (1933 – The Theory of Unemployment)

2.1 Fundamentos microeconômicos do mercado de trabalho

A princípio, pode-se dizer que existem dois postulados fundamentais que sustentam a teoria clássica do emprego, da qual Pigou é adepto.

a. O salário real deve ser igual ao produto marginal do trabalho.

O salário real pago ao trabalhador deve ser exatamente igual ao produto marginal que este gera para a firma que o contrata. Caso o salário real seja maior do que o produto marginal do trabalho, a firma demite trabalhadores até o ponto em que o salário real se iguala ao produto marginal do trabalho. Caso o salário real seja menor que o produto marginal do trabalho, a firma é incentivada a contratar mais trabalho, pois com certeza terá um ganho ao fazê-lo (que seria a diferença entre o produto marginal gerado e o salário real pago).

b. O salário real pago deve ser necessário para compensar o esforço e o desconforto que as pessoas sentem ao trabalhar naquela quantidade de trabalho.

O trabalhador, a todo momento, tenta maximizar sua função utilidade entre consumo e lazer, considerando sua natural aversão ao trabalho e sua propensão ao lazer, mas também considerando que o consumo é, exclusivamente, viabilizado pelo trabalho (pois para consumir é necessário gastar dinheiro). Portanto, a decisão a ser tomada diz respeito à quantidade de tempo que o trabalhador está disposto a ofertar como mão de obra, para viabilizar a quantidade de consumo desejada por ele. Desse modo, ele trabalha apenas até o ponto em que a utilidade marginal do consumo se iguala à desutilidade marginal do esforço. Diante de um aumento do salário real, por exemplo, é alterado o trade-off entre lazer e consumo: com o salário real maior, o trabalhador pode alcançar o mesmo nível de utilidade com menos horas de trabalho, isso o incentiva a reduzir a quantidade de trabalho ofertada. Por outro lado, aumento do salário eleva o custo de oportunidade do lazer, cada hora a mais não trabalhada significa mais consumo perdido, fazendo com que o trabalhador tenda a substituir lazer por trabalho, aumentando a quantidade de trabalho ofertada. De modo geral, o efeito substituição domina o efeito renda e o que acontece é o aumento da oferta de trabalho agregada.

A consequência de admitir esses dois postulados é aceitar que todo o desemprego existente na economia é friccional e/ou voluntário, sendo impossível, por definição, a existência do desemprego involuntário. Determina-se que se encaixam na situação de desemprego voluntário

os trabalhadores que enxergam o salário real vigente menor do que a sua desutilidade marginal atribuída ao trabalho. Se enquadram na situação de desemprego friccional os trabalhadores que estão procurando novas oportunidades, os que sofreram demissão e ainda querem trabalhar, e os que estão inserindo-se no mercado de trabalho pela primeira vez.

A partir desses fundamentos microeconômicos, o desemprego real não pode ser interpretado como uma falha do sistema de mercado, mas sim como resultado de obstáculos institucionais que impedem que o salário real seja perfeitamente flexível, e por consequência, não alcance, em determinadas situações, o equilíbrio. Nesse contexto, Pigou introduz o termo 'política salarial', deslocando o foco da análise para a atuação de sindicatos, dos contratos coletivos e das legislações trabalhistas, os quais, ao sustentar salários reais acima do nível competitivo, comprometeriam o processo de ajuste e explicariam a permanência do desemprego.

2.2 Política salarial e rigidezes institucionais-

A pedra de toque da teoria pigoviana do emprego, contudo, residia naquilo que Pigou convencionou denominar política salarial. Numa palavra, na ação sindical em prol de maiores salários reais, à custa de menor número de contratações, respaldada pelas políticas públicas de amparo aos desempregados. Em tais circunstâncias, o desemprego, no curto prazo, resultaria não só de retrações cíclicas na procura por mão-de-obra como também da prevalência de um salário real superior ao nível competitivo que garantiria ocupação integral da força de trabalho em face da demanda existente (Arthmar R., 2005, p.3)

Pigou chegou à conclusão de que desvios do pleno emprego eram fundamentalmente causados por perturbações no mercado de trabalho, mais especificamente pelas rigidezes, como sindicatos, contratos de trabalho e salários mínimos. Nessas condições a teoria pigoviana recomenda que todos os trabalhadores contratados aceitem salários nominais menores, como meio de restaurar o salário real de equilíbrio, porque acredita que o ajuste no mercado de trabalho acontece antes do ajuste dos preços no mercado de bens, ou seja, para o mecanismo apresentado por Pigou ser coerente, necessita da hipótese de que o nível geral de preços não se ajusta proporcionalmente a mudanças no salário nominal, trazendo uma ideia de rigidez de preços no curto prazo.

Ao barganharem salários nominais superiores àqueles compatíveis com a produtividade marginal do trabalho, sindicatos elevam o salário real acima do nível de equilíbrio, comprimindo a demanda por mão de obra por parte das firmas. Dado que, no modelo clássico, o emprego é determinado pela condição do produto marginal gerado pelo trabalhador ser no mínimo igual ao salário real daquele trabalhador, qualquer imposição de um salário real acima desse ponto reduz a quantidade de trabalho demandada, gerando excesso de oferta de mão de obra. O desemprego que daí resulta não decorre de insuficiência de demanda agregada, mas de um preço do trabalho artificialmente elevado, configurando, na interpretação pigoviana, um fenômeno institucionalmente induzido e, portanto, evitável via flexibilidade salarial.

2.3 O mecanismo de ajuste via salários nominais

Meditações nesse sentido sugeriram a algumas pessoas a visão de que, na vida real, reduções na taxa monetária de salários seriam simplesmente refletidas em uma queda proporcional nos preços; de modo que nenhum efeito, seja na taxa real de salário ou no volume de trabalho demandado, seria produzido. Essa sugestão, apesar de sua aparência paradoxal, merece investigação. (Pigou A.C., 1933, p.100)

Pigou chama atenção para uma possível má interpretação de sua posição a partir de um raciocínio estritamente microeconômico. A firma maximiza lucros ao produzir até a quantidade em que a receita marginal se iguala ao custo marginal, sendo, em concorrência perfeita, a receita marginal igual ao preço. Assim, o preço é determinado pelo custo marginal de produção. Como os salários nominais constituem componente relevante desse custo, pareceria natural concluir que variações

salariais seriam repassadas proporcionalmente aos preços. Nesse caso, aumentos ou reduções de salários nominais implicariam movimentos equivalentes no nível geral de preços, mantendo o salário real praticamente constante e retirando dos trabalhadores qualquer influência efetiva sobre ele. Pigou reconhece a coerência lógica dessa inferência, mas argumenta que ela não se aplica necessariamente ao funcionamento concreto do sistema monetário, pois o nível de preços não responde de forma mecânica e proporcional às variações nos salários nominais. É precisamente essa hipótese de não haver proporcionalidade que sustenta a possibilidade de cortes nominais alterarem salários reais e, conseqüentemente, o nível de emprego. Essa questão seria posteriormente retomada e criticada por Keynes na *Teoria Geral*.

Pigou não nega que, em equilíbrio competitivo, o preço de um bem tenda a igualar seu custo marginal. O ponto crucial é que, para ele, essa relação diz respeito à estrutura de preços relativos, não ao nível geral de preços enquanto variável macroeconômica. A regra do preço igualando-se ao custo marginal explica como os preços individuais se ajustam às condições produtivas, mas não determina automaticamente o nível médio de todos os preços da economia.

A conclusão de que salários nominais mais baixos implicariam queda proporcional do nível geral de preços supõe que o sistema de preços funcione como um simples espelho dos custos monetários. Para Pigou, isso não é logicamente necessário. O salário é um preço relativo enquanto o nível geral de preços resulta da interação entre o sistema produtivo e o sistema monetário. Não há razão teórica para supor que uma variação no preço de um fator de produção deva produzir uma variação igual no nível geral de preços.

Nesse momento, o nível geral de preços está sendo compreendido por Pigou através da tradição quantitativista. Ainda que ele não formule de modo simplista a igualdade entre a moeda e sua velocidade em relação ao nível geral de preços e ao produto, temos a ideia de que o nível de preços depende fundamentalmente das condições monetárias, especialmente da oferta de moeda em relação ao volume de transações.

Se o nível geral de preços é determinado, em última instância, por fatores monetários agregados, então não pode ser visto como simples resultado da soma dos custos salariais. Uma redução de salários nominais não implica automaticamente redução proporcional do nível de preços, pois este depende da quantidade de moeda e da estrutura do sistema monetário.

Em um mundo idealmente simplificado... Existe uma certa função de demanda real definida para o trabalho em qualquer período, tal que para cada taxa de salário real solicitada pelos trabalhadores corresponde uma quantidade definida de trabalho demandada. (Pigou, A.C., 1933, p.35)

Ao definir a demanda por trabalho como função exclusiva do salário real, isto é, da razão entre o salário monetário e o nível geral de preços, Pigou incorpora preços como dados externos na análise do mercado de trabalho, o que evidencia a separação metodológica implícita entre a determinação microeconômica do emprego e a determinação macroeconômica do nível geral de preços.

É possível estudar o problema do desemprego tanto pelo lado monetário quanto pelo que chamarei, em contraste, de lado real. Por esta razão, entre outras, escolhi escrever meu livro a partir do lado real e introduzir o fator monetário apenas em um estágio bastante tardio. (Pigou, A.C., 1933, p.10)

3. A crítica keynesiana (1936 – General Theory)

3.1 Reconstrução dos postulados clássicos

No segundo capítulo da *Teoria Geral*, Keynes retorna aos principais postulados da economia clássica. A princípio, determina os dois postulados, que na sua visão, são os alicerces que sustentam a teoria clássica do emprego.

1. O salário deve ser igual ao produto marginal do trabalho.

2. O salário pago deve ser necessário para compensar o esforço e o desconforto que as pessoas sentem ao trabalhar naquela quantidade de trabalho.

3.2 Crítica ao segundo postulado

Keynes concorda com a ideia do primeiro postulado clássico, porém critica duramente o segundo postulado. Isto é, discorda que a quantidade de trabalho ofertada seja determinada pela igualdade entre o salário real vigente e a desutilidade marginal do trabalho, defendendo que tal conclusão clássica seria verdadeira caso a oferta de trabalho dependesse exclusivamente do salário real, o que para Keynes, não acontece.

Em outras palavras, pode acontecer que, dentro de certos limites, as exigências da mão-de-obra tendam a um mínimo de salário nominal e não a um mínimo de salário real. A escola clássica presumiu, tacitamente, que este fato não traria uma mudança significativa de sua teoria. Mas isso não é exato, pois se a oferta de trabalho não for uma função dos salários reais como sua única variável, seu argumento desmorona-se por completo, deixando totalmente indeterminada a questão do que será o nível efetivo de emprego. (Keynes, J.M., 1936, p.48)

O argumento keynesiano acerca do emprego é construído através de uma análise empírica, na qual Keynes argumenta que os trabalhadores tendem a resistir fortemente a cortes no salário nominal, mas por outro lado, toleram reduções no salário real via inflação. Essa linha argumentativa segue o raciocínio de que o salário nominal é a referência central para o trabalhador pois contratos de trabalho são expressos em moeda, e normas legais fixam o salário nominal, tornando as comparações mais simples, enquanto a mensuração do salário real exige conhecimento dos preços relevantes, sendo mais difícil de medir individualmente. Os salários nominais são rígidos para baixo porque nenhum trabalhador quer ter seu salário nominal reduzido com relação a outros, pois isso representaria uma redução relativa do salário real, sendo suficiente para justificar sua resistência, enquanto salários reais podem cair via inflação.

Além disso, a crítica de Keynes não se limita a um argumento comportamental sobre rigidez nominal, mas atinge o próprio fundamento lógico do segundo postulado. Ao sustentar que os trabalhadores ofertam trabalho em função do salário real, a teoria clássica pressupõe que estes conheçam e reajam continuamente à variação do nível geral de preços. Keynes considera essa hipótese muito abstrata, pois desloca para o trabalhador individual uma capacidade de cálculo que, na prática, não orienta suas decisões contratuais. Se os contratos são fixados em termos nominais e a negociação salarial ocorre também em termos nominais, então o mercado de trabalho opera primordialmente em unidades monetárias, não em termos reais. Consequentemente, o salário real não pode ser tratado como variável diretamente controlada pelo trabalhador nem como fundamento exclusivo da oferta de trabalho, o que compromete a validade do segundo postulado como explicação geral do nível de emprego.

Ora, a experiência comum ensina-nos, sem a menor sombra de dúvida, que, em vez de mera possibilidade, a situação em que a mão de-obra estipula salário nominal, em vez de um salário real, constitui o caso normal. Se bem que o trabalhador resista, normalmente, a uma redução do seu salário nominal, não costuma abandonar o trabalho ao se verificar uma alta de preços dos bens de consumo salariais (Keynes, J.M., 1936, p.43)

3.3 Salários nominais, preços e custos marginais

Uma das regras fundamentais da microeconomia é a regra de que para maximizar seu lucro, a firma busca o ponto em que a receita marginal se iguala a seu custo marginal, e, em concorrência perfeita, a receita marginal se iguala ao preço, logo, o nível ótimo de produção da firma é o nível em que seu preço se iguala ao custo marginal de produzir uma unidade extra. Se o nível dos salários nominais é um fator preponderante na determinação do custo marginal, e por consequência, da receita marginal, os salários nominais se tornam preponderantes na determinação do nível geral de preços. Chegar-se-ia na conclusão de que os trabalhadores não têm a capacidade de idealizar o seu salário real, o que é justamente o ponto contrário defendido

pela teoria de Pigou. Isto é, para Keynes, se a teoria de Pigou fosse consistente com o arcabouço clássico, o salário real não poderia ser uma variável controlada, ao menos com o mecanismo apresentado, pelos trabalhadores. Caso houvesse queda de salários nominais, haveria quase que proporcionalmente, uma queda dos preços e, portanto, salários reais nessa situação não se alterariam.

Na verdade, é de se admirar que poucos esforços têm sido feitos no sentido de comprovar ou de refutar esta hipótese, pois está longe de ser consistente com o conteúdo geral da teoria clássica, que nos ensinou que os preços são determinados pelo custo marginal expresso em termos nominais e que os salários nominais governam, em grande parte, o custo marginal. (Keynes, J.M., 1936, p.45).

Para Keynes, a separação operada por Pigou entre a determinação microeconômica dos preços relativos e a determinação macroeconômica do nível geral de preços é inconsistente, pois, se a própria teoria clássica sustenta que os preços são fixados pelo custo marginal expresso em termos nominais, sendo este amplamente governado pelos salários monetários, então não é admissível tratar o nível geral de preços como uma variável isolada e imune a essas mesmas determinações; a agregação dos preços individuais não suspende o princípio microeconômico que os origina, de modo que a tentativa de isolar o “macro” do “micro” equivale a aplicar seletivamente a teoria de preços, preservando-a para explicar valores relativos, mas abandonando-a quando suas implicações comprometem o mecanismo de ajuste via salário real.

Os teóricos da escola clássica são comparáveis aos geômetras euclidianos em um mundo não euclidiano, os quais, descobrindo que, na realidade, as linhas aparentemente paralelas se encontram com muita frequência, as criticam por não se conservarem retas, como único recurso contra as desastrosas interseções que se produzem. Sendo essa a realidade, não há, de fato, nenhuma outra solução a não ser rejeitar o axioma das paralelas e elaborar uma geometria não euclidiana. A ciência econômica reclama hoje uma medida desse gênero. (Keynes, J.M., 1936, p.48)

3.4 Determinação Keynesiana do emprego

A teoria keynesiana do emprego estabelece uma ruptura metodológica profunda com a tradição clássica ao sustentar que o nível de emprego é determinado pela demanda efetiva e não pelo ajuste automático do salário real. Para Keynes, as firmas decidem quanto produzir e quantos trabalhadores contratar com base na expectativa de vendas futuras. Assim, o emprego depende do nível de produção planejado, e este depende do volume de gasto agregado. O mercado de trabalho deixa de ser o local em que se determina o emprego e passa a ocupar posição subordinada dentro de um sistema macroeconômico mais amplo, as decisões de investimento que desempenham papel decisivo.

Nesse contexto, a taxa de juros assume centralidade teórica. Diferentemente da tradição associada a Pigou, na qual o juro equilibra poupança e investimento por meio de um mecanismo intertemporal, Keynes sustenta que a taxa de juros é determinada no mercado monetário, pela interação entre a oferta de moeda e a preferência pela liquidez. A poupança não determina o investimento; ao contrário, é o investimento que, ao gerar renda, determina ex post o volume de poupança. A taxa de juros, portanto, não é a recompensa por não gastar no presente, mas o prêmio por abrir mão de liquidez. Se a preferência pela liquidez é elevada, por incerteza, pessimismo ou expectativas desfavoráveis, a taxa de juros pode permanecer alta mesmo diante de desemprego significativo.

O investimento, por sua vez, depende da relação entre a eficiência marginal do capital e a taxa de juros. Enquanto a primeira reflete as expectativas de rentabilidade futura dos ativos produtivos, a segunda representa o custo monetário de financiar esses projetos. Se a taxa de juros não se reduz suficientemente, muitos projetos de investimento deixam de ser viáveis, limitando a expansão da produção e do emprego.

Essa formulação implica que a economia pode alcançar um equilíbrio com desemprego involuntário, algo logicamente impossível na estrutura clássica. A flexibilidade salarial não garante ajuste porque cortes nominais podem reduzir renda e trazer expectativas negativas sem assegurar a queda correspondente da taxa de juros. Se o sistema financeiro estiver sujeito a forte demanda por liquidez, a política de redução salarial, recomendada por Pigou, pode inclusive agravar a contração da demanda agregada. O problema do emprego, portanto, desloca-se do mercado de trabalho para o mercado monetário e para a dinâmica das expectativas.

Historicamente, a centralidade da taxa de juros na teoria keynesiana refletia a experiência das crises econômicas da época em que ele escreveu, especialmente a incapacidade das economias capitalistas de restaurar o pleno emprego apenas por meio de ajustes salariais. A Grande Depressão revelou que a rigidez podia estar localizada na esfera monetária, e não apenas nas instituições trabalhistas. A partir de então, a taxa de juros passou a ocupar posição estratégica no debate macroeconômico, tornando-se variável fundamental das políticas públicas. O ponto de ruptura com a tradição clássica não residiu simplesmente na análise do salário, mas na redefinição do juro como variável monetária capaz de bloquear ou permitir a expansão do emprego em economias monetárias de produção.

3.5 Implicações macroeconômicas

Desse modo conclui-se que se a oferta de trabalho não é função exclusiva do salário real, portanto, a curva de oferta de trabalho necessariamente deveria deslocar-se a cada variação no nível geral de preços, implicando na indeterminação do emprego no mercado de trabalho.

Todos os sindicatos oferecerão alguma resistência, por menor que seja, a uma redução dos salários nominais. Mas, considerando-se que os sindicatos não ousariam entrar em greve toda vez que houvesse um aumento de custo de vida, eles não representam obstáculo, como pretende a escola clássica, a um aumento do volume agregado de emprego. (Keynes, J.M., 1936, p.47)

A implicação macroeconômica desse argumento é a seguinte: se a oferta de trabalho não responde exclusivamente ao salário real, mas é condicionada pela fixação nominal dos contratos e pela resistência a reduções monetárias, então o mercado de trabalho não possui um mecanismo automático de ajuste capaz de garantir o pleno emprego por meio da flexibilidade salarial. Variações no nível geral de preços alteram o salário real sem que haja, necessariamente, deslocamentos correspondentes e previsíveis na quantidade de trabalho ofertada, o que rompe a estabilidade da curva de oferta clássica. Assim, o nível de emprego deixa de ser determinado pela simples interseção entre oferta e demanda de trabalho e passa a depender das condições agregadas da economia. A resistência sindical a cortes nominais, longe de constituir a causa fundamental do desemprego, revela apenas a natureza monetária das relações trabalhistas, deslocando o problema do emprego para a esfera mais ampla da determinação da renda e da produção.

4. A réplica de Pigou (1937/1938 – Real and Money Wages in Relation to Unemployment.)

4.1 Defesa da eficácia dos cortes nominais

Enquanto Keynes argumentou que cortes nos salários nominais poderiam ser ineficazes, ou até contraproducentes, por seus possíveis efeitos contracionistas sobre a renda e a demanda agregada, Pigou, em sua réplica, concordou quanto à centralidade da taxa de juros como variável estratégica para a determinação do emprego, mas discordou da conclusão de que a flexibilidade salarial seria incapaz de restaurar o equilíbrio. Para Pigou, mesmo admitindo a importância do canal monetário enfatizado por Keynes, um corte nominal não é um ato ineficaz. O desacordo entre esses pensadores não reside na relevância do juro, mas sim na previsibilidade dos mecanismos de ajuste que conectam salários nominais, moeda e emprego.

Não estou preocupado aqui com os méritos comparativos de expedientes diversos. É suficiente para meu objetivo demonstrar que um corte no salário

nominal não é apenas uma peça num ritual, mas pode exercer efeitos reais e sistemáticos sobre o nível de emprego. (Pigou A.C., 1937, p.411)

Pigou reafirma que um corte proporcional e generalizado nos salários monetários pode elevar o nível de emprego porque altera as condições de equilíbrio do sistema monetário e financeiro. Como emprego e produto real variam conjuntamente, qualquer aumento sustentado do emprego requer uma taxa de juros compatível com maior renda real. Assim, a questão deixa de ser apenas a relação entre salário real e produtividade marginal e passa a envolver a forma como o corte nominal reconfigura o equilíbrio entre moeda, juros e decisões intertemporais.

A lógica do mecanismo é cumulativa. A redução dos salários nominais diminui os custos monetários de produção e tende a reduzir o nível de preços. Como a renda monetária agregada é dada pelo produto do estoque de moeda pela sua velocidade de circulação ($MV = PY$), essa mudança exige um novo ajuste entre oferta de moeda, demanda por encaixes e taxa de juros. Dado o pressuposto de que o sistema bancário permite que o estoque de moeda varie positivamente com a taxa de juros, o reestabelecimento do equilíbrio implica uma queda do juro. Essa queda estimula o investimento, amplia a despesa agregada e, conseqüentemente, eleva o emprego. O corte nominal, portanto, opera por meio de um encadeamento monetário que culmina na expansão da atividade.

Por fim, Pigou reconhece que o ajuste não precisa ocorrer via compressão direta do salário real. O canal decisivo é a taxa de juros: se o corte salarial não implicasse sua redução, não haveria como compatibilizar maior renda real com equilíbrio intertemporal. Assim, a eficácia do corte nominal decorre da sua capacidade de alterar as condições monetárias do sistema e induzir um novo ponto de equilíbrio com maior emprego.

4.2 Continuidade e modificações do argumento

A réplica de Pigou deve ser compreendida como uma resposta ao arcabouço analítico estabelecido por Keynes na *Teoria Geral*. Keynes havia argumentado que cortes nominais poderiam falhar em restaurar o emprego, pois seus efeitos contracionistas sobre a renda e a demanda poderiam neutralizar eventuais reduções da taxa de juros. Pigou aceita a centralidade da taxa de juros na determinação do emprego, um ponto enfatizado por Keynes, mas contesta a conclusão de que a economia possa permanecer em equilíbrio de subemprego mesmo com salários flexíveis.

Ao reformular seu argumento, Pigou preserva o núcleo clássico, isto é, a ideia de que a flexibilidade nominal contribui para restaurar o pleno emprego, mas incorpora explicitamente o canal monetário como mediador essencial do ajuste. Assim, a defesa dos cortes nominais não se apoia exclusivamente na teoria da produtividade marginal, mas em uma articulação um pouco mais ampla entre mercado de trabalho e sistema financeiro.

O desacordo com Keynes desloca-se, portanto, do plano real para o plano das hipóteses estruturais sobre o funcionamento da economia monetária. Pigou supõe que a taxa de preferência temporal diminui com o aumento da renda real e que o sistema bancário reage de modo previsível às variações da taxa de juros. Sob essas condições, os cortes nominais desencadeiam forças de ajuste suficientes para restaurar o emprego. Keynes, por sua vez, questiona a robustez empírica dessas hipóteses. A controvérsia passa a residir menos na importância do juro e mais na confiabilidade dos mecanismos que, segundo Pigou, garantiriam a convergência ao pleno emprego.

Em sua réplica, Pigou sustenta que o mercado de trabalho permanece, em última instância, regulado pelo salário real enquanto preço relativo que equilibra produtividade marginal e remuneração. Contudo, a conversão entre salário nominal e salário real não é automática nem puramente mecânica: ela depende da forma como o sistema monetário determina o nível geral de preços e a taxa de juros. Como essas variáveis macroeconômicas são afetadas por alterações nos salários nominais, o ajuste do emprego não pode ser compreendido exclusivamente em termos microeconômicos. A determinação do emprego, portanto, assume caráter simultaneamente real e monetário: real porque depende das condições de produtividade e substituição entre fatores;

monetário porque passa necessariamente pela taxa de juros e pelo nível geral de preços que transformam magnitudes nominais em grandezas efetivas.

5. Conclusão

A Taxa de Juros como Variável Decisiva

O debate, assim, não se encerra por resolução, mas por deslocamento. Inicialmente formulada no plano do mercado de trabalho, isto é, na relação entre salário real, oferta e demanda de trabalho, a controvérsia é progressivamente transferida para o plano monetário. Em vez de discutir se o salário real pode ajustar o emprego, os autores passam a divergir sobre as condições sob as quais variações nos salários nominais afetam a taxa de juros. Permanecem em disputa, portanto, o papel do salário, mas sobretudo as hipóteses relativas ao funcionamento do sistema monetário, em particular a sensibilidade da taxa de juros às variações nos preços, na renda e na preferência pela liquidez.

A Recusa Keynesiana da Relação $r = \rho$

O ponto mais profundo da discordância reside na rejeição de Keynes, da ideia de que a taxa de juros seja determinada pela igualdade entre taxa de preferência temporal e condições reais de poupança. Para Pigou, a economia converge para um estado estacionário em que $r = \rho$, onde r é a taxa de juros monetária que equilibra o mercado de fundos e ρ é a taxa de preferência temporal, isto é, a remuneração mínima exigida para postergar consumo. O retorno por poupar precisa ser exatamente igual à remuneração mínima exigida para adiar consumo, de modo que não haja incentivo líquido para aumentar ou reduzir a poupança. Desse modo, se a renda real aumenta, a taxa de preferência temporal tende a cair, implicando redução da taxa de juros. Para Keynes, essa conexão é conceitualmente equivocada. A taxa de juros não equilibra poupança e investimento; ela equilibra oferta e demanda por moeda. Assim, mesmo que salários nominais caiam e preços recuem, nada assegura que a preferência pela liquidez diminua ou que a taxa de juros acompanhe esse movimento. A determinação do juro é monetária, não intertemporal no sentido clássico.

O Impasse Teórico

A consequência dessa divergência é a seguinte: se a taxa de juros pode permanecer rígida, seja por forte preferência pela liquidez, seja por expectativas pessimistas, então o mecanismo de transmissão defendido por Pigou falha. O corte salarial pode reduzir renda e expectativas sem produzir estímulo suficiente ao investimento. Nesse caso, o desemprego pode persistir mesmo com plena flexibilidade nominal. A controvérsia encerra-se, portanto, num impasse estrutural, no sentido de que decorre de hipóteses incompatíveis acerca da determinação da taxa de juros. Pigou assume que o sistema monetário opera de forma a compatibilizar variações na renda real com ajustes na taxa de juros, seja por meio da sensibilidade da oferta de moeda ao juro, seja pela redução da preferência temporal com o aumento da renda. Keynes, ao contrário, supõe que a taxa de juros é determinada pela preferência pela liquidez e pode tornar-se insensível a variações nos salários e nos preços, especialmente em contextos de elevada incerteza. Dado que o mecanismo de ajuste do emprego, em Pigou, depende precisamente da queda do juro, enquanto Keynes admite a possibilidade de sua rigidez, não há como reconciliar empiricamente as duas posições sem aceitar uma dessas estruturas teóricas e relaxar a outra.

Referências

KEYNES, John Maynard. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan, 1936.

PIGOU, Arthur Cecil. *The Theory of Unemployment*. London: Macmillan, 1933.

PIGOU, Arthur Cecil. "Real and Money Wages in Relation to Unemployment." *Economic Journal*, v. 47, n. 188, p. 405–422, Dec. 1937.

ARTHMAR, Rogério. *Pigou e a Revolução Keynesiana*. Campinas: UNICAMP.