

Título: Os determinantes da taxa de juros nas obras de Marx e Keynes

Thaís Silva Mitraud Ruas – Mestranda pelo Cedeplar/UFMG

Marco Flávio da Cunha Resende – Professor do Departamento de Economia da UFMG e pesquisador do CNPq.

Leonardo Gomes de Deus – Professor do Departamento de Economia da UFMG e pesquisador do CNPq.

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo investigar os determinantes da taxa de juros nas obras de dois dos principais autores heterodoxos: John Maynard Keynes e Karl Marx. Para Marx, a taxa de juros determina a porção do lucro social destinada ao capital financeiro e é regulada pela taxa geral de lucro. Já para Keynes, a taxa de juros é um fenômeno convencional, resultado da interação entre demanda e oferta de moeda tendo em vista a teoria da preferência pela liquidez. Os autores alcançam as mesmas conclusões fundamentais: a taxa de juros é determinada por interações monetárias e não há uma taxa de juros natural.

Palavras-chave: Marx, Keynes, taxa de juros.

1. INTRODUÇÃO

O empréstimo de moeda com recompensa pecuniária é uma atividade quase tão antiga quanto o próprio emprego de metais como meio de troca nas sociedades agrícolas. O código de Hamurabi, na Babilônia, regulamentava o valor máximo permitido para a fixação dos juros (HOMER, SYLLA, 2005). Sólon proibiu a escravidão por dívida cerca de 600 a.c. em Atenas, e os romanos do período monárquico já possuíam legislação escrita (a lei das Doze Tábulas) sobre o tema do empréstimo (HOMER, SYLLA, 2005). A cessão de crédito seguiu parte da história das sociedades ocidentais por todo o período medieval, mas é na ascensão do modo de produção capitalista que essa prática toma caráter central ao sistema econômico. A ciência econômica atribuiu aos juros um papel essencial para a regulação da produção, da distribuição e da acumulação.

No estudo da história do pensamento econômico, esses fatos não devem ser interpretados como evidências de uma suposta propensão natural do homem a tomar moeda emprestado (ou a emprestar) à cobrança de juros. As leis que regem o sistema econômico não devem ser vistas como normas universais, tampouco o capitalismo pode ser encarado como um grande exercício coletivo das potências natas do ser humano. Pelo contrário, a ciência econômica deve a todo momento revisitar de forma crítica aqueles conceitos e teóricos basilares ao pensamento econômico. Nas palavras de Igersheim e Chapelain (2006, p.): *“If we follow the assumption that an observation and an understanding of the past are necessary for current economic theory, history of economic thought is indispensable in order to elaborate solutions to modern economic issues.”*

O presente trabalho tem como objetivos identificar e analisar os determinantes da taxa de juros nas obras de dois dos principais pensadores da heterodoxia econômica: John Maynard Keynes e Karl Marx. Retomar as teorias propostas pelos notórios autores pode oferecer maior clareza a esta temática tão central à organização econômica. Suas diferenças demonstram a diversidade do pensamento econômico heterodoxo e suas grandes semelhanças apontam para a utilidade de um trabalho que os analise conjuntamente.

Por determinantes, entende-se os fatores econômicos (reais e monetários) que estão por trás da fixação da taxa de juros num determinado patamar, como a taxa de lucro, a política monetária vigente, a especulação, a oferta e demanda de capitais, dentre outros. Os juros serão analisados como uma parte de um contexto e de um todo. Enquanto categoria econômica, os juros possuem um papel completamente distinto no capitalismo do que em qualquer outro sistema produtivo. Segundo Marx:

A produção em geral é uma abstração, mas uma abstração razoável, na medida em que efetivamente destaca e fixa o elemento comum, poupando-nos assim da repetição. Entretanto, esse Universal, ou o comum isolado por comparação, é ele próprio algo multiplamente articulado, cindido em diferentes determinações. Algumas determinações pertencem a todas as épocas; outras são comuns apenas a algumas. [Certas] determinações serão comuns à época mais moderna e à mais antiga. Nenhuma produção seria concebível sem elas; (MARX, 2011, p.56)

Além desta Introdução e das Considerações Finais, o trabalho contém três seções principais: os juros na obra de Marx; fundamentos da economia monetária de produção e os juros na obra de Keynes; oferta e demanda de moeda.

2. OS JUROS NA OBRA DE MARX

A teoria dos juros de Marx está exposta na quinta seção do terceiro volume de sua obra *O capital* (MARX, 2017), intitulada *Cisão do lucro em juros e ganho empresarial. O capital portador de juros*. *O Capital III* (MARX, 2017) trata das formas concretas e particulares que assume o mais-valor na

“superfície” do sistema capitalista. Dentre elas, aluguéis, lucro médio, e o capital portador de juros, esse último, o presente objeto de análise. O estudo das leis que governam o capital fictício presume a compreensão da teoria do valor apresentada no primeiro volume d’O Capital (MARX, 2013), assim como a transformação do mais-valor em lucro e, por sua vez, do lucro em lucro médio, apresentada anteriormente na terceira obra, sem mencionar os problemas de rotação e reprodução, desenvolvidos no livro II.

Os fatores por trás da determinação dos juros estão explicados principalmente nos dois primeiros capítulos da seção V; O capítulo 21, *O capital portador de juros, o 22; Divisão do lucro. Taxa de juros. Nível “natural” da taxa de juros*. O capital portador de juros no sistema capitalista surge num momento histórico de maior desenvolvimento material das forças produtivas. O capital é uma determinada quantidade de valor na forma de dinheiro ou mercadorias que possui a capacidade de se valorizar. O capital portador de juros é aquele em que o próprio capital-dinheiro se torna mercadoria. Como Marx explica no capítulo 21:

A forma de empréstimo que, em vez da forma da venda, é característica dessa mercadoria – do capital como mercadoria – e que, além disso, ocorre também em outras transações resulta já da determinação de que o capital aparece aqui como mercadoria, de que o dinheiro, como capital, converte-as em mercadoria. (MARX, 2017, p. 388)

O valor de uso dessa mercadoria é o lucro. Ou seja, a capacidade do dinheiro de ser empregado (no processo produtivo) como capital e produzir lucro. A mercadoria de fato, o capital, nunca é vendida ao prestatário, em termos legais, ela sempre permanece como propriedade do capitalista prestamista.

The sale of this unique commodity has a unique form: money is lent. What is sold is its ability (under capitalist conditions) to yield a profit within a specific period of time. The “price” paid for this unique commodity is interest. This interest is paid from the profit that was made with the help of the money. (HEINRICH, 2012, p.156).

O capitalista proprietário de capital, ao ceder dinheiro para um outro, não receberá nenhum equivalente de valor. Não se trata aqui de uma troca de valores equivalentes, ele simplesmente empresta o dinheiro por um determinado tempo sob garantias legais que determinam o retorno desse dinheiro acrescido de um novo valor – a condição desse empréstimo. Ou seja, o ato de emprestar dinheiro não se configura como uma venda para Marx. Nesse sentido, não podemos compreender o juro enquanto um preço, como explica o autor:

Os juros, como preço do capital, são desde sempre uma expressão absolutamente irracional. Uma mercadoria tem, aqui, um duplo valor: de um lado, um valor; de outro, um preço distinto desse valor, ao passo que, na verdade, o preço é a expressão monetária do valor. Inicialmente, o capital monetário não é mais que uma soma de dinheiro ou valor de uma determinada massa de mercadorias fixado como soma de dinheiro. Quando uma mercadoria é emprestada como capital, ela é a apenas a forma disfarçada de uma soma de dinheiro, pois o que se empresta como capital não é uma quantidade maior ou menor de libras de algodão, mas certa quantidade de dinheiro, que existe como seu valor como a forma de algodão. (MARX, 2017, p.401).

Os juros são uma porção do lucro gerado pelo processo de valorização do capital emprestado que é repassado do capitalista prestamista para o prestatário. Esse dinheiro percorre o seguinte movimento D-D-M-D’-D’. É apenas nas mãos do capitalista industrial (D-D) que o dinheiro adquire o caráter de capital, ao ser transformado em capital constante e variável para produção de mercadorias. No seu movimento de retorno às mãos do seu proprietário (D’-D’), o capitalista monetário observa apenas a quantidade de valor acrescida ao montante inicial (D-D’), sem se dar conta de que o processo

produtivo, a extração do mais-valor produzido pela força de trabalho, é o que gerou essa quantidade extra de dinheiro (livro I). Assim, o capital portador de juros é a forma mais fetichizada do capital, em que a expropriação do valor do trabalho produzido pela classe trabalhadora é completamente ocultada. Para o capitalista prestamista “criar valor torna-se uma qualidade do dinheiro tanto quanto dar peras é uma qualidade da pereira” (MARX, 2017, p. 442).

Os juros são nada mais do que a parte do lucro destinada ao capitalista monetário, uma parte da divisão do lucro social. Interessantemente, o valor de uso da mercadoria capital-dinheiro não é esgotado após a realização de seu movimento completo. O capitalista monetário poderá emprestar novamente essa mesma soma de dinheiro quantas vezes for possível, o que será analisado em seguida.

Logicamente, os juros nunca poderão ser maiores do que os lucros em si. Todavia, na economia é comum que pessoas que não pertençam à classe capitalista tomem dinheiro emprestado para consumir, e não para investir na produção, e que essas remunerem o capitalista financeiro – paguem os juros – com sua renda. Marx explica (2017, p. 389) que independente de quem tome dinheiro emprestado, essa mercadoria terá seu valor realizado, ou seja, será trocada na esfera da circulação por outras mercadorias. Se uma parcela significativa do crédito cedido pelos bancos é cedida à classe trabalhadora para consumo, isso não irá alterar o fato de que os juros são uma parte do montante de mais-valor social produzido.

No capítulo 24, *A exteriorização da relação capitalista sob a forma do capital portador de juros*, Marx apresenta a jornada de trabalho enquanto um fator determinante da taxa de juros de maneira indireta, considerando que é o grau de exploração da força de trabalho que irá garantir o grau de acumulação. É possível extrapolar aqui que todos os fatores reguladores da lucratividade irão impactar a taxa de juros.

Mas de que modo a divisão do lucro entre capitalista financeiro e industrial será feita? O que determina as diferentes percentagens que o capitalista financeiro irá receber do lucro? Essa divisão é arbitrária ou existem leis econômicas específicas que a governarão? Estas questões são o cerne desta investigação.

No capítulo 22, Marx explica que “os juros são regulados pelo lucro e, mais precisamente, pela taxa geral de lucro” (2017, p. 407). Supondo uma taxa de juros fixa, teremos que quanto maior for a taxa de lucro, menor será a proporção do lucro total destinado ao pagamento de juros. Mas de qualquer forma, a taxa de juros sempre dependerá da taxa de lucro geral, segundo o autor. “A taxa média de lucro deve ser considerada o limite máximo definitivamente determinável dos juros” (2017, p. 407). As dinâmicas que determinam a taxa média de lucro são explicadas na seção II do livro III, a grosso modo, a taxa é oriunda da equalização das diferentes taxas de lucro de diversos setores que acontece via sistema financeiro. A competição entre capitalistas que buscam a maior lucratividade possível irá gerar a migração de capitais de setores menos lucrativos para mais lucrativos, resultando numa taxa de lucro global. A taxa de lucro em Marx é uma fração entre o mais-valor extraído (s) e o capital adiantado pelo capitalista, constante e variável (c + v). Ela não se confunde a taxa de mais-valor, que não inclui o capital constante na proporção. Assim, a taxa de lucro é determinada pela composição orgânica de capital, quanto maior for a proporção de capital constante em relação ao capital variável. Um progresso da tecnologia aumentará a produtividade, acarretando em um menor emprego de trabalhadores no processo produtivo (MARX, 2013), resultando, portanto, numa menor taxa de lucro.

Assim, a taxa média de lucro é determinada por fenômenos econômicos reais, e reflete o nível de desenvolvimento tecnológico de uma determinada sociedade ou um determinado setor. A taxa de juros, por outro lado, não é governada por nenhuma lei. O argumento essencial feito por Marx no capítulo 22 é de que:

A taxa de juros de mercado, sempre flutuante, é dada em cada momento como uma grandeza fixa, com o preço de mercado das mercadorias, porquanto no mercado monetário todo o capital emprestável confronta-se constantemente, como uma massa total, com o capital em funcionamento, de modo que, em cada caso, o que decide o nível de juros no mercado é a relação entre oferta e demanda de capital emprestável. (2017, p. 414).

Ainda que não existam leis que determinem a fixação da taxa de juros em um certo patamar, é possível, segundo Marx, encontrar uma taxa de juros média calculando “1) a média da taxa de juros ao longo de suas variações nos grandes ciclos industriais; 2) a taxa de juros naqueles investimentos em que o capital é emprestado por um prazo maior” (2017, p. 410).

Todavia, a taxa de juros ainda pode oscilar de forma significativa em um período de tempo em que uma sociedade apresenta uma determinada taxa geral de lucro. Marx explica que a especulação é um fenômeno fundamental que afeta a fixação dos juros. Especialmente em uma sociedade com maior grau de desenvolvimento dos meios de produção capitalistas, surge um grupo significativo de rentistas cuja renda é oriunda das operações de compra e venda do sistema financeiro. Esse grupo pertence à classe capitalista, que, a partir de sua riqueza historicamente acumulada, volta suas atividades para o empréstimo de capital. Um maior desenvolvimento do sistema capitalista significa aumento da poupança social, portanto expansão do sistema monetário e a parte do lucro que não corresponde aos juros é denominada de ganho empresarial. No capítulo 23, *Juros e lucro do empresário*, Marx explica que a divisão do lucro entre os diferentes “tipos” de capitalistas – os proprietários de fato do capital e os operadores de fato do capital – não é apenas quantitativa, mas também qualitativa. O ganho empresarial é encarado pelo industrial como uma remuneração, uma espécie de “salário” pela operação. No capítulo 27, Marx diz que a determinação dos juros perpassa uma “relação entre dois capitalistas” (2017, p. 531), diferente da determinação do salário, que é marcada por uma disputa entre capitalista e trabalhador (MARX, 2013).

Nos capítulos 26, *A acumulação de capital monetário e sua influência sobre a taxa de juros*; 28, *Meios de circulação e capital: as concepções de Tooke Fullarton*; e 29, *As partes integrantes do capital bancário*; Marx destrincha o funcionamento do sistema financeiro. Ele reforça a noção de que o empréstimo não corresponde a uma compra – por isso a taxa de juros não é preço. Portanto, ao repassar um montante de capital-dinheiro a outrem, o capitalista monetário fica com um título de dívida, uma promessa de pagamento, que não corresponde a um valor real, mas sim a um capital fictício. O capital bancário é dividido em “dinheiro em espécie, ou cédulas” (2017, p. 521) que estarão disponíveis aos “correntistas” e títulos de valor. Esses títulos são dos mais variados tipos, desde ações, a títulos de dívida privada e pública, qualquer tipo de “papel” capaz de render juros.

As ações de companhias ferroviárias, de mineração, de navegação etc. representam um capital real, a saber, o capital investido e em funcionamento nessas empresas, ou o montante de dinheiro desembolsado pelos sócios para ser investido como capital em tais empresas. O que não exclui, de forma alguma, a possibilidade de que se trate de mera fraude. Mas esse capital não existe duas vezes: a primeira, como valor-capital dos títulos de propriedade, das ações, e a segunda, como capital realmente investido naquelas empresas. Ele só existe nesta última forma, e a ação não é mais que um título de propriedade que dá direito a participar *pro rata* [proporcionalmente] no mais-valor que aquele capital vier a realizar. (MARX, 2017, p.524)

Essa duplicidade é multiplicada diversas vezes, os títulos são “comprados” e revendidos inúmeras vezes. Ao “vender” um título de dívida, por exemplo, o capitalista financeiro irá obter capital-dinheiro, mas o comprador, novamente, não obterá nenhum equivalente de valor. Marx explica que esse capital monetário é completamente fictício, ilusório e corresponde à maior parte do capital

bancário. O valor dos títulos e a taxa de juros são inversamente proporcionais, quanto maior estiver os juros mais desvalorizado estará o título.

3. FUNDAMENTOS DA ECONOMIA MONETÁRIA DE PRODUÇÃO

A teoria de Keynes sobre os juros está apresentada em sua obra magna *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*, publicada em 1936 nos capítulos 13, *A teoria geral da taxa de juros*, e 15, *Os incentivos psicológicos para a liquidez*. Além disso, textos de Keynes (1988a,b) como *Teorias alternativas da taxa de juros* e *A teoria ex ante da taxa de juros* também trazem maior elucidação sobre o tema. Todavia, para que seja possível abordar a questão dos juros, primeiramente serão explicados os conceitos da economia monetária de produção, de incerteza fundamental, de convenções e de formação de expectativas. Essa base conceitual, que fundamenta a visão de Keynes e dos pós-keynesianos sobre o funcionamento das economias capitalistas contemporâneas, auxiliará a compreender a existência da preferência pela liquidez por parte dos agentes econômicos e como ela afeta a oferta e a demanda de dinheiro que, por sua vez, determinam a taxa de juros.

Na economia monetária de produção de Keynes a moeda possui um papel fundamental na determinação do equilíbrio macroeconômico e tem caráter não-neutro (CARVALHO, 1992a). Os agentes econômicos tomam a todo tempo decisões com base nas suas expectativas sobre o futuro. A decisão de um capitalista em construir uma fábrica, ou de construí-la em um determinado setor e não em outro, é baseada no que esse empresário acredita que acontecerá no futuro – por exemplo, poderá aumentar sua riqueza usando-a para realizar um investimento em capital fixo ao invés de mantê-la na forma de ativos financeiros líquidos. O mesmo vale para um especulador que compra ações de uma determinada empresa porque acredita que ela irá prosperar, ou um agente econômico que aposta em uma política monetária, pois acredita que será mais adequada num cenário futuro. Mas, como os agentes constroem suas expectativas sobre o futuro que os levam à tomada de decisões de alocação de riqueza e, portanto, fazem a economia girar?

A partir da sua interpretação da obra de Keynes, Shackle cunhou o termo “Experimentos Cruciais” para indicar eventos econômicos que destroem o ambiente onde ocorrem (ANDRADE, 2011). Os investimentos, como também o progresso tecnológico, guerras, pandemias, etc., são exemplos de experimentos (ou decisões) cruciais, pois modificam o ambiente econômico. A mudança do ambiente econômico, por sua vez, torna cada evento único, pois as condições iniciais do processo econômico são alteradas.

Tomando os investimentos como exemplo, não são idênticos os efeitos sobre as variáveis econômicas de dois conjuntos formados pelos mesmos investimentos, mas que ocorrem em dois pontos distintos no tempo, visto que o ambiente econômico se modificou após a ocorrência do primeiro conjunto de investimentos. Desse modo, se os eventos econômicos e seus efeitos não são idênticos, sua repetição não é possível, o que inviabiliza a formação de uma distribuição de probabilidades única, aditiva e confiável. Ou seja, as informações coletadas a partir de dados do passado e do presente poderiam, em princípio, ser usadas para a construção da distribuição de probabilidade de determinado evento. Porém, estas informações são incompletas no momento da tomada de decisão, impossibilitando a construção de uma distribuição de probabilidade sobre um evento futuro que seja única, aditiva e confiável, porque decisões cruciais mudam o ambiente onde ocorrem, o que modifica as propriedades estatísticas dos dados - média, variância e autocorrelação –, trazendo à tona a incerteza fundamental.

Em seu *Treatise on probability*, Keynes (2013) aponta que para formar suas expectativas os indivíduos irão considerar os dados do presente e do passado, que correspondem ao que ele denominou de conhecimento direto ou evidências, isto é, premissas. Estas evidências ou premissas, contudo, são escassas ou insuficientes. Segundo Dequech (1999, 2011), não se trata da dificuldade que os indivíduos possam ter em acessar informações que já existem e são suficientes para o cálculo probabilístico ou atuarial – ou seja, não se trata de assimetria ou imperfeição de informações e falhas de mercado, conforme se observa na ótica do *mainstream*. A incerteza fundamental ocorre quando “a escassez de evidência torna o conhecimento incompleto a um nível tal, que impede que as pessoas formem uma distribuição de probabilidade única, aditiva e confiável” (DEQUECH, 1999, p. 105). No momento da tomada de decisão, o agente ainda não conhece o futuro para que possa completar seu conjunto de evidências ou premissas – um conjunto incompleto de evidências é o que Keynes (2013) chamou de ‘baixo peso do argumento’. Neste caso, o agente se depara apenas com a incerteza fundamental. Portanto, a incerteza não se caracteriza pela ausência de conhecimento, mas pelo baixo peso atribuído às evidências, entendendo-se por “peso das evidências ou do argumento” a quantidade ou grau de completude destas (DEQUECH, 1999). O peso do argumento não é máximo porque decisões cruciais modificam as propriedades estatísticas dos dados, produzindo a incerteza fundamental.¹

Desse modo, se as evidências ou premissas são incompletas, cabe ao agente completá-las com novas premissas conjecturadas a partir da sua subjetividade e imaginação (DEQUECH, 2000). Nesse caso, cabe também ao agente decidir com que confiança ele acredita no conhecimento sobre o futuro construído a partir deste conjunto de premissas (evidências) colhidas dos dados do passado e também imaginadas (RESENDE, 2023). É por isso que Keynes (1982, cap. 12) considera que, não apenas o prognóstico construído sobre o futuro, mas também a confiança do investidor neste prognóstico, determinarão as expectativas de retorno do investimento, associado ao que Keynes (1982) denominou “eficiência marginal do capital”.

Para Keynes, a “probabilidade” construída a partir de premissas (evidências) coletadas e imaginadas corresponde a um grau de crença racional. Ou seja, não se trata de uma probabilidade que é o resultado estatístico da distribuição de frequência dos dados, mas de uma lógica objetiva dentro de uma relação racional subjetiva entre as premissas (evidências) e o conhecimento derivado dessas premissas – a subjetividade está presente quando as evidências (premissas) coletadas são complementadas com evidências conjecturadas e também porque cabe ao indivíduo considerar subjetivamente qual seria o grau de completude desse conjunto de evidências, ou seja, qual seria a confiança que este indivíduo tem no resultado, ou conhecimento sobre o futuro, construído a partir das premissas coletadas e conjecturadas. O grau de crença é racional porque seria compartilhado por todos que tivessem o mesmo conjunto de evidências e considerassem o mesmo grau de completude dessas evidências: esse seria o comportamento racional sob incerteza no processo de formação de expectativas, para Keynes (CARVALHO, 1992b).

Por outro lado, os agentes criam mecanismos para protegerem sua riqueza de resultados econômicos incertos no futuro, um deles é a preferência pela liquidez. Quanto menor for o peso das evidências e da confiança do agente no seu conjunto de evidências, maior será sua incerteza – portanto, a incerteza é graduável –, o que poderá levar o agente a preferir manter sua riqueza na forma líquida em detrimento de alocá-la em ativos de capital (bens de capital, construção civil, etc.), que são ilíquidos.

¹ Quando o peso do argumento é máximo, a incerteza é do tipo fraca, também denominada risco na literatura pós-Keynesiana (ANDRADE, 2011), permitindo ao agente conhecer as distribuições de probabilidade dos eventos. No caso da incerteza forte, há três tipos, a saber, a incerteza procedimental, a ambiguidade e a incerteza fundamental, sendo esta última a mais forte delas. Todos os três tipos resultam da impossibilidade de se construir distribuições de probabilidade que sejam únicas, aditivas e confiáveis (DEQUECH, 2011).

Desse modo, a moeda, que é o ativo com liquidez máxima, compete com os ativos sem liquidez pela riqueza dos agentes, fazendo cair a demanda agregada e gerar um equilíbrio macroeconômico com desemprego involuntário. Portanto, a preferência pela liquidez, que só existe porque a economia monetária é permeada pela incerteza fundamental, torna a moeda não neutra e impede que os ajustes automáticos de mercado atuem para levar a economia de volta para o equilíbrio macroeconômico com pleno emprego.

Para Keynes (1982, cap. 12), um outro mecanismo criado pelos agentes para protegerem sua riqueza de um futuro incerto é o comportamento convencional. Se a preferência pela liquidez impede a atuação dos mecanismos automáticos de mercado que restabelecem o equilíbrio de pleno emprego, na perspectiva pós-Keynesiana não existe uma trajetória ótima de equilíbrio de longo prazo. Conforme Resende (2019),

No novo paradigma da ciência econômica inaugurado por Keynes, a incerteza fundamental está presente e, por isso, a trajetória futura das variáveis econômicas não pode ser conhecida *a priori* nem mesmo em termos probabilísticos [...] Isto impede os agentes assumirem “expectativas racionais” e um comportamento maximizador, inviabilizando mecanismos automáticos de mercado que corrijam desvios da economia em relação a um equilíbrio ótimo de longo prazo [...] Como a informação sobre o futuro é sempre incompleta, as trajetórias futuras das variáveis econômicas serão o resultado do conjunto de decisões de gastos e alocação de riqueza dos agentes no presente. (RESENDE, 2019, p. 121).

Assim sendo, para que o agente construa expectativas sobre o futuro, que, por sua vez, são necessárias para embasar sua tomada de decisão a respeito da alocação da sua riqueza – se em ativos líquidos ou sem liquidez, como o são os bens de investimento –, ele se vê obrigado a considerar o comportamento dos demais, pois é a decisão de gastos do conjunto dos agentes que construirá a trajetória futura da economia. Como resultado desse processo, surge o comportamento convencional, que consiste em cada um dos agentes considerar a opinião da maioria sobre o futuro para formar sua própria opinião (AMADO, 2000; KEYNES, 1982). Se cada agente forma sua opinião com base na opinião da maioria ou opinião média, surge uma crença compartilhada.

Além disso, outros fatores relacionados à incerteza levam os agentes a aderirem a uma convenção, como a suposição de que os demais podem estar melhor informados; a tentativa do agente de preservar sua posição relativa de mercado (*market share*) acompanhando a decisão da maioria; a legitimidade - quando uma crença compartilhada é percebida como sendo compatível com os valores de um grupo social, ela é tida como legítima pelos membros do grupo, pois surge uma aparência de que esta convenção é bem fundamentada -; ou mesmo a insuficiência de recursos que impede ao agente buscar, sob incerteza, uma estratégia alternativa àquela adotada pela maioria (DEQUECH, 2022).

Portanto, as convenções são crenças compartilhadas (CARVALHO, 2014; RESENDE, 2019). Ademais, a convenção é um redutor de incertezas, na medida em que ela permite a cada um saber a opinião dos demais que compartilham a mesma crença, permitindo imaginar com confiança qual será a decisão de gastos (alocação da riqueza) dos agentes que compartilham determinada crença. Como a decisão de alocação da riqueza do conjunto da sociedade determina a trajetória das variáveis econômicas, quanto maior for o número de indivíduos da sociedade que compartilham a mesma crença, maior será a confiança na trajetória futura da economia que a convenção sugere.

Neste sentido, a convenção faz parte das evidências ou premissas (ARESTIS *et al.*, 2019). Isto é, a convenção é uma crença compartilhada que os indivíduos utilizam na formação do seu conhecimento direto (evidências), usado para construir expectativas sobre o futuro. As convenções podem estar associadas a teorias econômicas amplamente aceitas em uma sociedade ou até mesmo costumes e

tradições relativos ao modo de se fazer negócios. O comportamento convencional identificado pelo autor diz respeito à tendência psicológica humana em traçar os mesmos caminhos que a maioria perante um cenário de incerteza irreduzível (CARVALHO, 2014).

Em suma, as expectativas necessárias para a tomada de decisão de alocação de riqueza dos indivíduos são afetadas pelas convenções. Estas, por sua vez, são crenças compartilhadas que atuam como um redutor da incerteza e, por isso, permitem ao agente alocar sua riqueza em um ativo sem liquidez, como é o caso do investimento, mesmo em uma economia onde prevalece a incerteza fundamental. Se a crença hegemônica na sociedade é a de que haverá baixo crescimento econômico, elevado desemprego, falências, etc., cada agente espera que os demais irão agir de modo coerente com esta crença, concedendo menos crédito e gastando menos, o que torna o agente pessimista quanto ao futuro, pois a trajetória futura da economia depende das decisões de gastos do conjunto dos agentes. O pessimismo e a confiança nele depositada leva os agentes a buscarem na liquidez proteção para sua riqueza, fazendo cair a demanda agregada e levando de fato a um cenário econômico ruim. Por outro lado, se a convenção sugere um futuro promissor em termos de lucro, esta convenção otimista leva cada agente a acreditar que os demais estão otimistas e irão abrir mão da liquidez em prol da oferta de crédito e do investimento em capital fixo. Como resultado, a preferência pela liquidez se arrefece e, de fato, o investimento cresce, estimulando o crescimento da renda e do emprego, em uma profecia autorrealizável.

Por fim, a convenção é uma crença, não sendo um cálculo matemático ou estatístico. Por isso, ela é frágil e pode desaparecer e ser substituída por outra do mesmo modo que ela surgiu (KEYNES, 1996). Fatos novos que surjam – mudança de política econômica e/ou social, mudanças nas instituições, mudança de governo, uma pandemia, guerras, movimentos especulativos em mercados importantes – têm poder de modificar a convenção hegemônica. Daí a importância do Estado e suas políticas em estimular o surgimento de convenção otimista, capaz de trazer à tona o otimismo e o *animal spirits* dos empresários e fazer o investimento privado crescer, estimulando a renda e o emprego (RESENDE *et al.*, 2021).

4. OS JUROS NA OBRA DE KEYNES: OFERTA E DEMANDA DE MOEDA

Na literatura *mainstream*, os indivíduos deixam de consumir uma parcela da sua renda mediante uma recompensa pecuniária para que possam consumir mais no futuro. Deste modo, a taxa de juros seria o preço para que o consumo possa ser postergado. O devedor estaria disposto a pagar esse preço desde que o retorno do investimento dos recursos tomados emprestados fosse ao menos suficiente para tal. Enquanto houver investimentos com um retorno superior à taxa de juros, haverá demanda de recursos para investir. Em um contexto de produtividade marginal decrescente do capital, o aumento do investimento levaria à igualdade entre seu retorno e a taxa de juros real, alcançando-se o ponto de equilíbrio do investimento. Do mesmo modo, enquanto a taxa de juros for superior à recompensa exigida pelos consumidores no seu processo de otimização intertemporal do consumo, haveria oferta de recursos dos poupadores, em um contexto de utilidade marginal decrescente do consumo. Como resultado deste processo, a taxa de juros resultaria da interação entre poupança e investimento, e a renda não consumida corresponderia à poupança que, por sua vez, financiaria o investimento e seria da mesma magnitude deste. A determinação da taxa de juros estaria ligada, então, a fatores reais, tais como a produtividade marginal do capital e as preferências intertemporais dos consumidores (CARVALHO, 1996).

Porém, para Keynes e os pós-keynesianos, devido à existência da incerteza e, portanto, da preferência pela liquidez, a parcela da renda dos indivíduos que não foi usada para consumo não necessariamente será convertida em investimentos. No capítulo 13 da *Teoria Geral*, Keynes (1996) define preferência pela liquidez como a escala do volume dos seus recursos que o indivíduo deseja manter na forma de “moeda” em diferentes circunstâncias. Sobre este ponto, é necessário ter em mente a digressão feita no parágrafo a seguir.

No capítulo 17, o autor generaliza a teoria da preferência pela liquidez em um modelo de escolha de ativos, demonstrando que a alocação da riqueza na forma líquida não precisa ser feita necessariamente se valendo da moeda. Segundo Carvalho (1992a), no *Tratado sobre a moeda*, de 1930, Keynes descreveu dois circuitos de circulação da moeda: a circulação industrial e a circulação financeira. No primeiro caso, o dinheiro é meio de troca e serve apenas para comprar bens e serviços. Na circulação financeira, a moeda gira ativos, sendo ela um ativo alternativo aos demais para a alocação da riqueza. Parte da riqueza pode vazar para a circulação financeira por um tempo indefinido, girando apenas ativos financeiros de elevada liquidez e produzindo deficiência de demanda no lado real da economia (circulação industrial), com efeitos negativos sobre o produto e o emprego. Portanto, a preferência pela liquidez pode ser satisfeita por diferentes ativos, além da moeda, desde que sejam ativos financeiros de elevada liquidez, implicando deficiência de demanda efetiva e equilíbrio macroeconômico com desemprego involuntário. Contudo, para facilitar o argumento, antes de chegar no capítulo 17 da *Teoria geral*, Keynes (1996) tratou a moeda como único ativo capaz de satisfazer a preferência pela liquidez (CARVALHO, 1996).

Para Keynes (1996), a determinação da taxa de juros na ótica clássica (*mainstream*), conforme descrita acima, está equivocada por não considerar um segundo tipo de decisão dos agentes, sobre o que fazer com a renda não consumida e com poupanças passadas. Esse segundo tipo de decisão só existe na presença da incerteza – o primeiro tipo de decisão se refere a quanto consumir, dada a renda disponível e, em termos agregados, depende da propensão marginal a consumir (Keynes, 1996). A incerteza sobre o futuro implica a possibilidade de perdas de riqueza e a liquidez da moeda (e de outros ativos financeiros) confere flexibilidade ao seu detentor para proteger sua riqueza de perdas potenciais e até para aproveitar oportunidades de lucro. Quanto maior for a incerteza, maior será a preferência pela liquidez em uma sociedade, isto é, maior será a escala do volume da sua riqueza que esta sociedade buscará alocar na forma de ativos líquidos. Contudo, parcela da riqueza da sociedade está na forma de ativos ilíquidos, como são os ativos de capital fixo. De outro lado, a demanda por liquidez alcança seu valor máximo quando tem a mesma magnitude da riqueza total da sociedade, porém, apenas uma parte desta riqueza corresponde a ativos de elevada liquidez. Portanto, quanto maior for a preferência pela liquidez, maior será a pressão no mercado de dinheiro, fazendo subir a taxa de juros. Quando a demanda por liquidez arrefece, *ceteris paribus*, a taxa de juros, que é o preço do dinheiro, cai.

Assim, os indivíduos só estarão dispostos a abrir mão da manutenção de sua riqueza na forma líquida se receberem uma recompensa monetária para tal. Keynes explica que “a simples definição da taxa de juros diz-nos, literalmente, que ela é a recompensa da renúncia à liquidez por um período determinado” (KEYNES, 1996, p.174).

No capítulo 15 da *teoria geral*, Keynes (1996) destrincha os motivos que levam os indivíduos a demandarem liquidez. A primeira razão, motivo transação, se subdivide em motivo renda e motivo negócios e está relacionada à renda agregada. Já a segunda e a terceira, demanda por moeda por precaução e por especulação, se relacionam à incerteza e ao valor da taxa de juros. Carvalho (1996, p. 51) descreve: “A circulação industrial dá lugar ao motivo transacional, como demanda por saldos ativos, e a circulação financeira é transformada nas demandas precaucionaria e especulativa por

moeda, uma aproximação da noção de saldos inativos” – na verdade, segundo Carvalho (1996), Keynes não deu o tratamento adequado à demanda de moeda precaucional no capítulo 15 da *teoria geral* e a considerou como dependente da renda, quando na verdade ela depende da incerteza, assim como a demanda por moeda pelo motivo especulação. Obviamente, essas quantias não estão separadas em “bolsões” distintos, o indivíduo irá tomar decisões sobre sua demanda de moeda de diferentes ordens e prioridades dado a quantidade de dinheiro ali disponível.

O motivo-transação para a demanda de moeda está ligado a gastos rotineiros ou cotidianos, é o único relacionado à estabilidade da velocidade de circulação da moeda e compreende o momento que precede o desembolso da renda. O motivo-precaução compreende a busca por liquidez por um tempo indefinido, visando a proteção da riqueza por não se saber o que o futuro trará. Deste modo, este motivo se relaciona à incerteza sobre o futuro, ou, mais precisamente, ao grau de confiança que se tem nas expectativas sobre o futuro (CARVALHO, 1996). Por fim, o motivo-especulação se refere à busca por liquidez visando especular no contexto da incerteza: sendo o futuro incerto, os agentes não sabem *a priori* se os preços dos ativos irão subir ou descer e buscam sair na frente do mercado, isto é, se antecipar ao conjunto dos agentes, “comprando na baixa e vendendo na alta”. O motivo especulação é determinado pelo estado das convenções sociais. Os especuladores, cujo único objetivo é o ganho monetário, assim como toda a classe capitalista, operam nos diversos mercados financeiros através de crenças compartilhadas, isto é, de convenções, sobre o futuro da economia e buscam se antecipar ao próprio mercado para realizar lucros.

Se a moeda não rende juros, não deveria haver, em princípio, incentivo para manter dinheiro ocioso – demanda de moeda por precaução e/ou especulação. Se há um elevado custo de oportunidade em manter moeda, o indivíduo poderia estar gastando esse dinheiro para comprar ativos lucrativos, as razões para manter a riqueza líquida se enfraquecem. Não obstante, para Keynes, o preço da moeda, isto é, a taxa de juros, reflete exatamente o desejo de retê-la devido à incerteza: os agentes só abrirão mão da moeda mediante o recebimento de uma recompensa, os juros, que reflita a exata medida do desejo de se manter líquido, seja pelo motivo precaução ou pelo motivo especulação, ambos, por sua vez, afetados pelo grau de incerteza dos agentes. Ou seja, é a incerteza que faz a moeda ir além de mero meio de troca e ser, também, um ativo, justificando o incentivo para sua retenção (demanda) devido à liquidez que ela proporciona ao seu detentor.

Dada a demanda de moeda acima descrita, temos que analisar sua oferta. Na economia monetária de produção, a oferta de moeda não é determinada exclusivamente pelo banco central e tem caráter endógeno, embora, em *A teoria geral*, Keynes (1996) a tenha tratado como exógena. A política monetária do BC é fundamental, fixando a taxa básica de juros e emitindo moeda, entre outras ações. Além disso, o Estado de modo geral é responsável por criar condições de investimento, os agentes sempre irão se voltar à política econômica para criar suas expectativas (SICSÚ, 2007), afetando a oferta de moeda feita pelos bancos.

Os bancos (privados e públicos) também têm poder de “criar” moeda (Keynes, 1988a), endogenizando sua oferta.² Essas instituições trabalham alavancadas. A moeda depositada nos bancos existe, muitas vezes, apenas de forma escritural, apenas parte dos depósitos devem ser retidos na forma de reservas bancárias, formadas pelo depósito compulsório no banco central, pelos encaixes técnicos (dinheiro para atender aos saques dos correntistas) e pelas reservas voluntárias no banco central, que servem para fazer face à compensação de cheques (DORNELLAS; TERRA, 2021). Mas,

² Minsky (1986) desdobra a abordagem de Keynes, concentrada no lado do ativo bancário, para a atuação dos bancos na administração do seu passivo, mostrando como a gestão das obrigações bancárias pode potencializar o multiplicador monetário e os graus de alavancagem dos bancos e de endogenia da oferta de moeda.

boa parte do valor dos depósitos em conta corrente na rede bancária existe de forma exclusivamente contábil. Os empréstimos feitos não necessariamente existem em espécie e ocorrem mediante um depósito do credor na conta corrente do devedor - bancos concedem empréstimos abrindo para isso depósitos em nome dos tomadores de crédito (CARVALHO, 1993). Os bancos funcionam através de operações contábeis de débito e crédito e podem criar moeda (depósitos bancários), desenvolvendo novos tipos de empréstimos e produtos financeiros – quando percebem oportunidade de lucro, em geral nas fases de ascensão cíclica da economia, bancos trabalham sua estrutura de obrigações contornando as restrições impostas pela autoridade monetária para ampliar sua oferta de crédito (MINSKY, 1986). Logo, a poupança não é uma restrição para o financiamento do investimento e a moeda é endógena na medida em que depende da disposição dos bancos em aumentar a oferta de crédito.

Os bancos, assim como os demais agentes da economia, também estão sujeitos à incerteza fundamental e também visam o maior lucro monetário possível. Portanto, eles trabalham conciliando a escala da sua preferência pela liquidez com sua busca por lucro monetário (CARVALHO, 1993). Essas instituições devem se prevenir contra a inadimplência, ou seja, num cenário de grande incerteza elas apresentarão maior preferência pela liquidez e terão aversão à oferta de crédito – a oferta de moeda (crédito) então se retrai e a taxa de juros será mais elevada. Mas se estiverem otimistas quanto aos retornos monetários – o que em geral se observa em um cenário de expansão econômica – ofertarão maior quantidade de crédito, e a taxa de juros pode cair.

Assim, a taxa de juros será determinada no mercado financeiro, resultante da interação entre oferta (endógena) e demanda de dinheiro. Keynes explica que: “A taxa de juros é, se preferem, o preço dos encaixes, no sentido de que mede o sacrifício pecuniário que o detentor de um reserva monetária considera que vale a pena fazer, ao preferi-la a outros títulos e ativos de igual valor presentes” (KEYNES, 1988). Os encaixes econômicos oriundos das dinâmicas mercadológicas estão a todo tempo resultando em diferentes níveis de taxas de juros. Não existem leis econômicas que estabelecem um determinado número ideal ou ótimo para o preço dos juros no mercado. A teoria de Keynes – e dos Pós-Keynesianos – aponta para a existência de múltiplas possibilidades de equilíbrio e um “intervalo de normalidade” (SICSÚ, 2007, p. 82), ao invés de uma taxa natural (e única) de juros.

De acordo com Carvalho:

“O motivo especulação baseia-se na ideia de normalidade, herdada (e modificada) por Keynes de Marshall. Rejeitando a noção neoclássica de uma taxa natural de juros enraizada em fatores reais (tais como preferências intertemporais e produtividade), Keynes sugeriu, ao invés, que todo agente que opera com ativos tem uma avaliação subjetiva, dada sua própria experiência e seu acesso à informação, do que constitui uma taxa normal de juros, que espera que prevaleça depois que se descontem as flutuações observadas nessa variável, no curto prazo. Essa taxa normal de juros age como uma âncora para suas expectativas de movimentos futuros da taxa de juros de mercado e define se o agente será um urso [aquele que espera que o preço do ativo irá cair e a taxa de juros subir] ou um touro [aquele que espera que o preço do ativo irá subir e a taxa de juros cair] em face das taxas de juros correntes.” (CARVALHO, 1996, p. 52)

Keynes (1996) afirma no capítulo 15 que a taxa de juros é um fenômeno convencional, pois ela depende do valor que se lhe prevê, e tal previsão para o preço do dinheiro se baseia na crença compartilhada (convenção) sobre a trajetória futura dos preços dos ativos e as possíveis ações de política monetária do banco central. Este determina a taxa de juros de curto prazo (a taxa básica de juros) e tenta, desse modo, influenciar a reação dos agentes à sua política monetária. Quando o banco

central quer estimular a queda da taxa de juros de longo prazo (referência para a concessão de empréstimos para o investimento e o consumo de bens duráveis), ele realiza operações de mercado aberto comprando títulos e aumentando a liquidez no mercado financeiro. O uso desta liquidez adicional pelos agentes do mercado irá determinar a taxa de juros de longo prazo: se os agentes acreditam (crença compartilhada) que a política monetária expansionista praticada terá êxito, eles não esperam que o preço dos títulos de curto prazo comprados pelo banco central caia no futuro (isto é, não esperam que o banco central terá que baixar o preço dos títulos de curto prazo para fazer subir a taxa de juros, no futuro) e o excesso de liquidez será, então, usado para a compra de títulos de longo prazo, fazendo cair a taxa de juros de longo prazo. Mas, se a crença compartilhada (convenção) é de que a política monetária expansionista é equivocada, tendo produzido uma taxa de juros de curto prazo abaixo da ‘taxa normal’, esta última determinada de modo convencional, os agentes especularão com o excesso de liquidez proporcionado pela política do banco central, provocando a inclinação da curva de juros: se se considera a política monetária equivocada, espera-se que o banco central terá, em algum momento, que subir a taxa de juros de curto prazo e, para isso, terá que vender títulos de curto prazo, fazendo seu preço cair. Os agentes terão, então, um comportamento de “urso” e irão reter o excesso de liquidez para comprar títulos de curto prazo após a queda do seu preço. Logo, não usarão o excesso de liquidez para a compra de títulos de longo prazo, cujo preço permanecerá, desta forma, baixo e a taxa de juros de longo prazo permanecerá alta - quanto maior o prazo de maturação de um título, maior será o risco para quem o compra; em consequência, os agentes preferem, sempre que possível, títulos de curto prazo. É por isso que no capítulo 15 da TG Keynes diz que:

“A taxa de juros de longo prazo dependerá não apenas da política corrente da autoridade monetária, mas também das expectativas do mercado no que se refere a sua política futura. A autoridade monetária controla, com facilidade, a taxa de juros de curto prazo [...] Mas a taxa a longo prazo pode mostrar-se mais recalcitrante no momento em que caia a um nível que [...] a opinião abalizada considere ‘inseguro’ [...] uma política monetária que chega à opinião pública como sendo caracteristicamente experimental ou facilmente passível de mudança pode falhar [...]. A mesma política [...] pode ser facilmente bem-sucedida se ela aparece à opinião pública como razoável e praticável, baseada em convicção sólida [...] Talvez fosse mais exato dizer que a taxa de juros seja um fenômeno altamente convencional do que basicamente psicológico, pois o seu valor observado depende sobremaneira do valor futuro que se lhe prevê” (KEYNES, 1996, p. 203).

Portanto, Keynes rejeita a noção clássica (*mainstream*) de uma taxa de juros natural, que resultaria de fatores reais, tais como a produtividade marginal (decrecente) do capital e as preferências intertemporais dos consumidores que, por sua vez, determinariam os volumes da demanda de investimento e da oferta de poupança. Para ele, a taxa de juros depende da preferência pela liquidez, que, por sua vez, afetaria, juntamente com a política monetária do banco central, tanto a demanda de dinheiro quanto a sua oferta – a preferência pela liquidez afeta a oferta de moeda ao impactar a oferta de crédito dos bancos, ou seja, a contrapartida da maior demanda de liquidez dos bancos é a queda da sua oferta de crédito. A preferência pela liquidez, por seu turno, está ligada à convenção (crença compartilhada) dominante. Quanto maior for a confiança dos agentes na crença de um futuro ruim, maior será a preferência pela liquidez, como também maior será a dificuldade da política monetária em fazer baixar a taxa de juros de longo prazo, pois a liquidez no mercado financeiro dificilmente será usada para a compra de títulos de longo prazo, necessária para fazer cair a taxa de juros de longo prazo. Se, ao contrário, prevalece a confiança em uma visão otimista sobre um futuro lucrativo, mais facilmente os agentes abrirão mão da liquidez comprando títulos de longo prazo. Assim sendo, mais facilmente a política monetária expansionista do banco central, ao baixar a taxa de juros de curto prazo, terá êxito em fazer cair a taxa de juros que incide sobre empréstimos para financiar

investimentos e o consumo de bens duráveis, isto é, a taxa de juros de longo prazo, que compete com a ‘eficiência marginal do capital’ na determinação do investimento privado.³

Keynes elaborou o conceito de taxa normal de juros, ao invés da taxa natural de juros, associada ao conceito de normalidade elaborado por Marshall - este definiu como “ação normal” aquilo que deve ser esperado, sob certas condições, de um grupo de agentes (Sicsú, 2007). A regularidade econômica, enfatizada por Keynes (1996) nos capítulos 5 e 12 da sua Teoria Geral, permite que tendências e os níveis de variáveis econômicas possam ser preditos. Assim, os resultados normais são os que se podem esperar. Quando os parâmetros comportamentais (propensão marginal a consumir, preferência pela liquidez e escala da eficiência marginal do capital), instituições e regras são conhecidos e estáveis é possível estabelecer um leque de decisões esperadas dos agentes e seus efeitos sobre mudanças de patamar das variáveis (SICSÚ, 2007). Logo, há diversas trajetórias econômicas que são esperadas sob condições de normalidade: há um “intervalo de normalidade econômica”, compatível com equilíbrios múltiplos (SICSÚ, 2007). Portanto, na ótica de Keynes e Pós-Keynesianos, a taxa de juros depende da oferta e da demanda de dinheiro e resulta do valor que o mercado considera ser o seu “valor normal”, após os agentes, de posse de informações incompletas sobre o futuro, interpretarem subjetivamente a realidade e constroem convencionalmente suas expectativas.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

A taxa de juros na obra de Marx é determinada pela taxa média de lucro e, principalmente, pela oferta e demanda de capitais no mercado financeiro. Os juros são parte do lucro, cuja origem é a extração de mais-valor. Marx explica que “a taxa de juros – apesar da dependência em relação à taxa geral de lucro – é determinada de maneira independente” (2017, p. 426). Não existem leis econômicas que governam a taxa de juros e tampouco há uma taxa de juros natural. Todavia, é possível que seja calculada uma taxa média de juros, uma aproximação de todas as taxas de juros em vigor no mercado para diferentes categorias de títulos, “o próprio capital se oferece como mercadoria, sob a forma de dinheiro; a fixação de seu preço é, assim, a fixação de seu preço de mercado, tal como para as outras mercadorias; a taxa de juros se apresenta sempre, portanto, como taxa geral de juros” (2017, p. 417).

Para Keynes, a taxa de juros é um fenômeno convencional. Todos os agentes da economia estão sujeitos à incerteza fundamental, e o comportamento racional sob incerteza compreende a preferência pela liquidez. Assim, a taxa de juros é um prêmio pelo não entesouramento e decorre da oferta e demanda de moeda, ambas afetadas pela preferência pela liquidez.

Por fim, ambos autores concluem que a taxa de juros é um fenômeno monetário e que não existe uma taxa natural de juros, em desacordo com a literatura *mainstream*.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ANDRADE, R.P. A construção do conceito de incerteza: uma comparação das contribuições de Knight, Keynes, Shackle e Davidson. *Nova Economia*, 2011.
- ARESTIS, P.; FERRARI-FILHO, F.; RESENDE, M. F. C.; TERRA, F. H. B. Brazilian monetary and fiscal policies from 2011 to 2017: Conventions and crisis. *Challenge: The Magazine of Economic Affairs*, 62(3): 187-199, 2019.

³ Sobre a eficiência marginal do capital e seu papel na determinação do investimento, ver Keynes (1996, capítulo 11).

- CARVALHO, Fernando J. Cardim. Moeda, produção e acumulação: uma perspectiva Pós-Keynesiana. In: SILVA, Maria Luiza Falcão (Org.). *Moedas e produção: teoria comparadas*. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 1992a.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de. *Mr. Keynes and the Post Keynesians*, Edward Elgar: Aldrshot, 1992b.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim. Sobre a centralidade da teoria da preferência pela liquidez na macroeconomia pós-Keynesiana. In: *Ensaio FEE*, 1996.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim. Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa. In: *Revista de Economia Política*, 1993.
- DEQUECH, David. Incerteza num sentido forte: significado e fontes. In LIMA, G.T.; SICSU, J.; PAULA, L.F. (ed) *Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro, Campus, 1999.
- DEQUECH, David. [Uncertainty: a typology and refinements of existing concepts](#). *Journal of Economic Issues*, 45(3): 621-640, 2011.
- DEQUECH, David. [Conventions in Keynes's theory of goods markets: investment and production decisions](#). *Journal of Post Keynesian Economics*, 45(1): 145-167, 2022.
- DORNELAS, Larissa N. D.; TERRA, Fábio H. B. Selic: o mercado brasileiro de dívida pública. Campinas, Alínea, 2021.
- KEYNES, John M. Teorias alternativas da taxa de juros. In *Clássicos da Literatura Econômica: textos selecionados de macroeconomia*. Rio de Janeiro, IPEA/INPES, 1988a.
- KEYNES, John M. A teoria *ex ante* da taxa de juros. In: *Clássicos da Literatura Econômica*, Rio de Janeiro, Ipea, 1988b.
- KEYNES, John M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Nova Cultura 1996.
- KEYNES, John M. *A treatise on probability. The Collected Writings of John Maynard Keynes, VIII*. Cambridge University Press, 2013.
- HEIN, Eckhard: *Money, credit and the interest rate in Marx's economic. On the similarities of Marx's monetary analysis to Post-Keynesian economics*. International Papers in Political Economy, 2004.
- HEINRICH, Michael. *An Introduction to the three volumes of Karl Marx's Capital*. New York: Monthly Review Press, 2012.
- HOMER, Sidney; SYLLA, Richard. *A history of interest rates*. Hoboken: John Wiley & Sons. 2005.
- IGERSHEIM, Herrade; LE CHAPELAIN, Charlotte. A new methodology for the history of economic thought. In: *Historical social research*. 2006.
- MARX, Karl. *Grundrisse*. Rio de Janeiro: Boitempo, 2011.
- MARX, Karl. *O capital Livro I*. São Paulo: Boitempo, 2013.
- MARX, Karl. *O capital Livro III*. São Paulo, Boitempo, 2017.
- MÉSZÁROS, István. *Para Além do Capital*. São Paulo, Boitempo, 2002.
- MINSKY, Hyman. P. *Stabilizing and unstable economy*. New Haven, Yale University Press, 1986.

MOSELY, Fred. Introduction. In: MARX, Karl. *Marx's economic manuscript of 1864-1865*. Berlin: Brill, 2016. p. 1-44.

RESENDE, Marco Flávio C. Taxa de câmbio na perspectiva pós-Keynesiana. In Feijó, C.; Araújo, E. *Macroeconomia Moderna: lições de Keynes para economias em desenvolvimento*. Rio de Janeiro, Elsevier, 2019.

RESENDE, Marco Flávio C.; TERRA, Fábio H. B.; FERRARI FILHO, Fernando. *Coventions, money creation and public debt to face de covid-19 crisis and its aftermath: a post-keynesian view*. Brazilian journal of policial economy, 2021.

RESENDE, Marco Flávio C. Conventions and the Brazilian Fiscal Policy to Face the Aftermath of the COVID-19 Economic Crisis: a Post Keynesian view. *Economic Issues*, v. 28, n. 1, 2023.

SICSÚ, João. *Emprego, Juros e Câmbio: finanças globais e desemprego*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.