

# A TAXA DE JUROS EM KEYNES E KALECKI

José Marcos de Oliveira Redighieri\*<sup>1</sup>

Bruna Bergamin Aguiar\*\*

## RESUMO

A taxa de juros é determinada de forma diferente nas teorias de Keynes e de Kalecki. A abordagem Keynesiana está ligada a preferência pela liquidez e quantidade de moeda ofertada. Já a abordagem de Kalecki está ligada à comparação entre as vantagens e desvantagens de se emprestar à longo prazo. Faz-se então uma comparação entre as duas teorias buscando analisar os pontos onde há semelhança e também divergências no pensamento dos autores. Os pontos de semelhança analisados são a separação entre taxa de juros de curto e longo prazo e o importante papel das expectativas na determinação da taxa de longo prazo. Os pontos de divergência estão relacionados a variabilidade da taxa de juros, e sua influência sobre o investimento.

**Palavras-chave:** Taxa de juros. Investimento. Expectativas.

## 1. INTRODUÇÃO

O Objetivo deste trabalho é comparar, não só o conceito de taxa de juros para Keynes e Kalecki mas também como os autores pensam o assunto acerca de suas determinações e influências no ciclo econômico.

Uma das principais constatações do trabalho é que, as taxas de juros de Keynes e Kalecki não são tão próximas quanto vários outros conceitos que podem ser, de certa forma, aproximados entre os dois autores (principalmente por terem finalidade teórica similar) como por exemplo a eficiência marginal do capital de Keynes e o "efeito negativo da acumulação de bens de capital sobre o investimento" — o coeficiente (c) de Kalecki ou mesmo a propensão marginal a consumir keynesiana e a proporção consumida da renda dos capitalistas Kaleckiana.

As taxas de juros dos dois autores são conceitualmente e funcionalmente diferentes e isso trabalhamos neste artigo de duas maneiras principais. Primeiramente quanto à variabilidade, ou não, da taxa de juros de longo prazo e, em segundo lugar quanto ao poder desta, decisivo ou muito fraco, de influência sobre o movimento cíclico do investimento. Para além disso defenderemos que os autores conservam ainda alguns fatores em comum, mesmo que apresentados de forma diferente. Como por exemplo a admissão de um componente expectacional na determinação da taxa de juros de longo prazo.

---

<sup>1</sup> \* Graduando em Ciências Econômicas pela Universidade Federal do Espírito Santo (Ufes) e bolsista pelo Programa de Educação Tutorial (PET-Economia/Ufes);

\*\* Graduanda em Ciências Econômicas pela Universidade Federal do Espírito Santo (Ufes).

A estrutura deste ensaio é bem simples. Consiste desta rápida introdução seguida de uma parte inicial que contém primeiramente uma breve explanação da *Teoria Geral* com enfoque nas determinações e influências da taxa de juros para Keynes. Uma segunda parte que resume as principais características da concepção de Kalecki sobre o assunto, apresentando-se, em seguida, algumas considerações acerca de elementos compartilhados pelos dois autores na teoria sobre os juros e conclui-se trabalhando as diferenças — com enfoque sobre as duas, que consideramos fundamentais, previamente mencionadas.

## **2. FORMULAÇÃO DA TAXA DE JUROS EM KEYNES**

A taxa de juros em Keynes é determinada por uma dupla decisão do agente econômico, primeiro a decisão de, baseada em sua propensão marginal a consumir (fator psicológico que determina o quanto da renda é direcionado ao consumo, ou seja, quanto do incremento de renda o agente econômico consome e poupa) poupar e/ou consumir sua renda e a segunda é, dada a parcela não consumida da renda, emprestá-la ou entesourá-la, de acordo com sua preferência pela liquidez.

A preferência pela liquidez é um fator psicológico que expressa duas trivialidades muito antigas do pensamento econômico: a função reserva de valor da moeda e a alta taxa de liquidez da mesma (facilidade com que se pode transacionar com a moeda). No entanto, quando associadas à incerteza e insegurança características do ambiente e do agente econômicos essas trivialidades assumem um papel fundamental na dinâmica da economia keynesiana.

Dado a incerteza acerca do futuro os agentes vão desejar reter liquidez, reter moeda consigo. A taxa de juros é, para Keynes, o prêmio pela cessão de liquidez e não o prêmio pela poupança, como na proposição clássica. A diferença é sutil mas fundamental: os indivíduos guardam dinheiro pois esse é um meio de guardar riqueza e, por isso, desejam um prêmio para se desprender dele. A disponibilidade de moeda em circulação na economia (fator exógeno determinado pela autoridade monetária) e o desejo de retenção dos agentes determinam o nível da taxa de juros:

Sendo a taxa de juros, a qualquer momento, a recompensa da renúncia à liquidez, é uma medida de relutância dos que possuem dinheiro alienar o seu direito de dispor do mesmo. A taxa de juros não é o “preço” que equilibra a demanda de recursos para investir e a propensão de abster-se do consumo imediato. É o “preço” mediante o qual o desejo de manter a riqueza em forma líquida se concilia com a quantidade de moeda disponível. Isso implica que, se a taxa de juros fosse menor, isto é, se a recompensa da renúncia à liquidez se reduzisse, o montante agregado de moeda que o público desejaria conservar excederia a oferta disponível e que, se a taxa de juros se elevasse, haveria um excedente de moeda que ninguém estaria disposto a reter. Se esta explicação for correta, a quantidade de moeda é

outro fator que, aliado à preferência pela liquidez, determina a taxa corrente de juros em certas circunstâncias (KEYNES, 1982, p. 137).

Existem, em Keynes, três motivos pelos quais os agentes econômicos desejam manter, em mãos, recursos líquidos, sendo eles: o motivo de transação, o motivo de precaução e o motivo de especulação.

O motivo de transação é o motivo pelo qual os agentes econômicos mantêm dinheiro em mãos para facilitar a realização das transações cotidianas, por exemplo: o capital de giro mantido pelas empresas para fazer frente aos custos variáveis.

O motivo de precaução, por outro lado, é a razão pela qual os agentes econômicos guardam recursos para se precaver de possíveis imprevistos. É pelo motivo de precaução que uma empresa guarda uma determinada quantidade de recursos para, por exemplo, se aproveitar de um súbito barateamento de insumos ou um indivíduo guarda determinada quantia de dinheiro para se proteger de possíveis acontecimentos imprevistos, como por exemplo um eventual conserto de seu carro.

É interessante notar que, os motivos de transação e precaução dependem do nível de renda corrente, já que uma elevação da renda implicaria em um aumento na quantidade de recursos guardados para estes fins. Estes motivos não dependem de expectativas quanto ao futuro do ambiente econômico, dado que esses recursos são guardados visando um horizonte curto de tempo.

O motivo de especulação, no entanto, depende principalmente de expectativas, já que representa o motivo pelo qual os agentes econômicos retêm liquidez esperando manipular a taxa de juros, quanto menor a taxa de juros, por exemplo, maior será a quantidade de moeda guardada por motivo de especulação ensejando uma variação positiva da taxa de juros no futuro. Assim existe uma relação inversa entre o motivo de especulação e a taxa de juros.

Por essa relação inversa podemos dizer que, se a taxa de juros encontra-se em um baixo nível, maiores serão os recursos destinados a especulação, o que causará, por sua vez, em momento futuro uma elevação da taxa de juros. Se por outro lado, a taxa de juros se encontra elevada, menor serão os recursos destinados a especulação fazendo com que as taxas de juros baixem em um momento posterior, tudo isso se a quantidade de moeda na economia permanecer constante. Em resumo, é o motivo de especulação que faz com que a taxa de juros, de acordo com a teoria Keynesiana, varie.

Levando-se em consideração a reduzida expressividade dos motivos de transação e precaução, o motivo de especulação se torna ainda mais importante na determinação do nível e das oscilações observadas na taxa de juros.

Como sabemos o investimento, em Keynes, é determinado pela taxa de juros e pela eficiência marginal do capital (taxa de rentabilidade que quando comparada com a taxa de juros o agente toma a decisão de investir ou emprestar), se considerarmos, para fins analíticos, a eficiência marginal do

capital constante<sup>2</sup> o nível de investimento passa a ser determinado pela taxa de juros, tornando-se viável ou não na medida em que o juros é menor ou maior que a eficiência marginal do capital. Dessa forma, concluímos que, em Keynes, a taxa de juros é um dos principais determinantes do nível de investimento da economia, ao contrário, como veremos, da taxa de juros em Kalecki.

### 3. A TAXA DE JUROS PARA KALECKI

Antes de discutirmos propriamente os determinantes e funções da taxa de juros em Kalecki, convém Lembrarmos que um ponto fundamental de sua teoria macroeconômica, é a dinâmica do investimento. Esta seria inerentemente cíclica de fase ascendente ou de prosperidade e fase descendente ou de recessão.

Esse movimento cíclico do investimento é explicado por dois motivos principais, primeiro pelo efeito negativo que a acumulação de bens de capital gera sobre o próprio investimento em um período futuro, na medida em que esta serve como um indicativo do grau de concorrência em um dado setor industrial e, portanto, da rentabilidade possível neste setor. E, em segundo lugar, porque os capitalistas tendem a não reinvestir toda a poupança, pelo fato de que uma elevação do investimento pode significar um excesso de oferta de sua mercadoria e, também, pelo risco envolvido com a diversificação do investimento, se decidir investir em outro setor.

De forma resumida as decisões de investir tomadas no presente, que determinam o nível de investimento no futuro, acontecem somente em função do nível de investimento presente e de sua variação no passado. Em outras palavras, há incentivos para que o nível de investimento aumente quando produziu ainda poucos efeitos negativos sobre si e para que decline quando já criou para si mesmo muitas barreiras. A influência do investimento sobre si mesmo torna a dinâmica econômica automaticamente cíclica.

Kalecki faz uma clara distinção entre as taxas de juros de longo e curto prazo. A taxa de juros de curto prazo é determinada pela quantidade de moeda em circulação (M) e o volume de transações na economia (T), a relação entre essas duas variáveis ( $T/M$ ) nos dá a velocidade de circulação (V) à qual a taxa de juros de curto prazo ( $p$ ) é diretamente proporcional.

Como podemos observar através da fórmula abaixo, a velocidade de circulação da moeda é dada pela razão entre o total de transações em curso na economia e a massa monetária. Um aumento nesta proporção indica que mais moeda é demandada para realização das transações, ou seja, que a quantidade de recursos líquidos retidos pelos agentes está caindo, de forma que, para motivar uma queda ainda maior da retenção de recursos a taxa de juros teria que se elevar bastante. Ou seja, dada

---

<sup>2</sup> Fizemos essa suposição mesmo sabendo que em Keynes existe uma tendência de queda da eficiência marginal de capital na medida em que se realiza novos investimentos. A suposição foi feita para se observar o efeito da taxa de juros no investimento.

uma quantidade de moeda qualquer, a taxa de juros de curto prazo varia na proporção do número de transações correntes, na medida em que essas necessitam de uma parcela da quantidade de moeda total. Quanto maior essa parcela menor será o estoque de recursos imobilizados e portanto maior a velocidade de circulação à qual taxa de juros de curto prazo está diretamente associada, como expresso no Gráfico 1.

$$T/M = V(\rho)$$

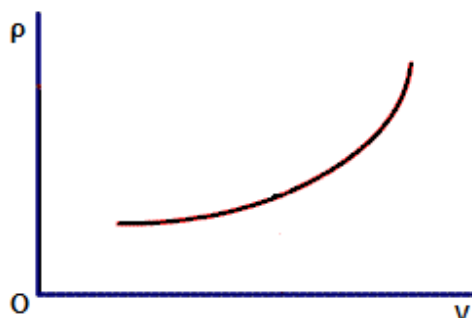


Gráfico 1 - Relação entre a velocidade de circulação (v) a taxa de juros de curto prazo(ρ)

Diferentemente, a taxa de juros de longo prazo depende dos riscos e benefícios da aquisição de um título de longo prazo em detrimento da aquisição de um título de curto prazo. Essas vantagens e desvantagens estão associadas, em Kalecki, a dois elementos, sendo: o risco de desvalorização do ativo no longo prazo e a rentabilidade esperada da aplicação, comparando-se com a rentabilidade esperada para títulos de curto prazo, durante o período de longo prazo.

Quanto ao risco de depreciação, Kalecki afirma que é possível para o possuidor do ativo estar, em certa medida, seguro. Isto porque esse risco pode ser calculado com certa facilidade analisando-se o preço mínimo já atingido pelo título no passado. O problema é quanto a avaliação da rentabilidade esperada do título de curto prazo para o período de longo prazo, porque esta depende da taxa de juros de curto prazo esperada — sobre a qual não é possível ter certeza.

A questão é que, para Kalecki, ao estimarem a taxa de juros de curto prazo esperada os agentes se baseiam nas taxas de juros passadas, fazem uma média e a projetam para o futuro. Nesse aspecto Kalecki trata da incerteza de forma completamente diferente de Keynes, pois para ele os agentes fazem uma previsão estatística na qual podem confiar e já em Keynes, mesmo que se possa calcular, utilizando todo o instrumental matemático disponível, uma previsão de média essa estatística não seria confiável, seria apenas uma chance capaz de não se realizar, dado a incerteza do ambiente.

Ao fim e ao cabo, os efeitos das variações de curto prazo na estimação da taxa de juros de longo prazo são atenuados pois, em primeiro lugar, os agentes fazem uma média dessas variações (taxa de juros de curto prazo esperada) e, além disso, ela não depende só dessa média. Segundo

Kalecki a taxa de juros de longo prazo, também depende da avaliação das vantagens da posse de um título de longo prazo não necessariamente associadas à sua rentabilidade, como o risco de depreciação. Sobre a qual, como apresentado, é possível ter certa confiança.

A taxa de juros de longo prazo então, tende a se manter, para Kalecki, relativamente estável ao longo do ciclo econômico e isso acontece porque as variações da taxa de juros de curto prazo são atenuadas na estimação da taxa de juros de curto prazo esperada, porque ela é uma média. E, ainda, a taxa de juros de curto prazo esperada não determina sozinha a taxa de juros de longo prazo, já que esta depende também de outros fatores menos voláteis. Dado a estabilidade da taxa de juros de longo prazo e o movimento cíclico automático do investimento, Kalecki conclui que a taxa de juros não influencia a ciclicidade do investimento.

#### **4. KEYNES E KALECKI, SEMELHANÇAS E DIVERGÊNCIAS**

Concluídas as apresentações das teorias acerca da taxa de juros de Keynes e de Kalecki, discutiremos, nessa parte, aquilo que os autores têm em comum e, em um momento posterior, suas discordâncias.

##### **4.1 AS SEMELHANÇAS**

Existem vários elementos, como dizemos anteriormente, que podem ser aproximados entre as concepções teórica de Keynes e Kalecki tanto quanto à finalidade quanto ao conceito. Podemos dizer, por exemplo, que os “efeitos negativos da acumulação de bens de capital” — variável importante para a determinação do investimento em Kalecki é também considerada por Keynes, na medida em que diminui a eficiência marginal do capital. Na verdade, em ambos os autores o fenômeno age em oposição ao investimento, ou seja, possui a mesma finalidade.

A propensão a consumir de Keynes e a “parte da renda direcionada ao consumo” de Kalecki, o coeficiente ( $q$ ), são também comparáveis. Especialmente no modelo amplificado de Kalecki onde até os trabalhadores poupam, ou seja, onde o ( $q$ ) perde a especificidade de ser unicamente aplicável aos capitalistas. Deste modo os elementos possuem conceituação bem semelhante entre os autores.

A taxa de juros nos dois autores não é tão semelhante quanto esses conceitos. Existe, no entanto, alguns elementos que os dois autores compartilham, por exemplo os dois autores sugerem uma divisão entre a taxa de juros de curto e longo prazo. Embora Keynes, não faça, assim como Kalecki, uma clara divisão entre as duas. Num trecho discutindo sobre a efetividade das operações de mercado aberto Keynes nos diz,

Quando as operações de mercado aberto (como nos Estados Unidos em 1933-1934) se limitam à compra de títulos de vencimento muito próximo, o seu efeito pode, evidentemente, limitar-se à simples taxa de juros a prazo muito curto e provocar apenas ligeira reação sobre as taxas de juros a longo prazo, que são muito mais importantes (KEYNES, 1982, p. 158).

A taxa de juros de curto prazo dependeria, tanto em Keynes quanto em Kalecki, de fatores relacionados à renda corrente e a de longo prazo depende de fatores expectacionais.

Em Keynes, como já vimos a taxa de juros depende da quantidade de moeda e da preferência pela liquidez dos agentes econômicos, ou seja, o motivo pelo qual as pessoas desejam reter moeda. Na medida em que a renda corrente determina os motivos de transação e precaução, além disso, o motivo de especulação se ajusta à quantidade restante de moeda dada a necessidade de se precaver e transacionar de cada agente. A taxa de juros no curto prazo está, portanto, diretamente ligada a renda corrente.

A quantidade de moeda retida pelo motivo de especulação afeta, no entanto, a taxa de juros de longo prazo e como a decisão de reter moeda para especulação é baseada em expectativas quanto a taxa de juros futura e por isso, quanto a seus determinantes — política monetária, credibilidade da autoridade monetária e a própria quantidade de moeda circulante, o nível da taxa de juros de longo prazo está diretamente relacionado ao estado das expectativas dos agentes.

Em Kalecki a taxa de juros de curto prazo é também diretamente determinada pela renda corrente. Como já vimos a taxa no curto prazo depende da relação entre o volume de transações na economia (e, portanto do nível de produção e renda correntes) a quantidade de moeda em circulação — que nos dá a velocidade de circulação da qual a taxa de juros de curto prazo é diretamente proporcional.

Já em a taxa de juros de longo prazo de Kalecki está também, assim como em Keynes, diretamente associada a um fator expectacional, a taxa de juros de curto prazo esperada para o período de longo prazo. Ela é fundamental porque é levada em consideração quando os agentes comparam as vantagens de aquisição de um título de curto prazo com um de longo prazo, determinando assim a taxa de juros a longo prazo. A diferença é que, Kalecki supõe que os agentes podem fazer uma espécie de cálculo probabilístico, a média das taxas de juros de curto prazo no passado, e projetá-la para o futuro. Em Keynes, mesmo que os agentes disponham de tal estatística não acreditariam nela.

## **4.2 AS DIVERGÊNCIAS**

Existem vários aspectos diferentes tanto quanto ao conceito quanto à função entre Keynes e Kalecki, como a determinação do investimento, que já vimos brevemente e nos aprofundaremos

nessa parte. Dentro do conceito de taxa de juros existem também diversos aspectos diferentes entre os autores.

Em Keynes, por exemplo, a taxa de juros é, tanto a de curto quanto de longo prazo, considerada como a renúncia à liquidez. Isso porque em Keynes, a taxa de juros decorre fundamentalmente da característica altamente líquida do dinheiro (rápida capacidade de “transformação” em qualquer outro ativo ou de liquidação de dívidas) e o fator psicológico pelo qual as pessoas desejam manter recursos líquidos em mãos, a preferência pela liquidez.

Em Kalecki o prêmio pela cessão de liquidez está restrito apenas a taxa de juros de curto prazo, a de longo prazo seria fruto da avaliação entre riscos e benefícios dessa aplicação, como exposto. Ou seja, uma alteração no “desejo de manter recursos líquidos em mãos” só afetaria, para Kalecki, a taxa de juros de curto prazo que, como visto, tem pouca capacidade de afetar a taxa de juros de longo prazo.

Os autores divergem ainda quanto à utilização da fórmula da teoria quantitativa da moeda<sup>3</sup>, principalmente quanto a que quantidade de moeda se utiliza na fórmula. Keynes utiliza apenas a quantidade necessária para os motivos de transação e precaução (M1), já que a quantidade de moeda ligada ao motivo de especulação (M2), é retirada da circulação para ser cedida, no futuro, à um prêmio maior.

Kalecki utiliza a quantidade de moeda em geral (M), já que para ele a determinação da taxa de juros pela quantidade de moeda e nível de transações vale apenas no curto prazo, ou seja, a taxa de juros no longo prazo não depende do desejo de manter recursos líquidos por parte da população. Kalecki utiliza a fórmula para mostrar apenas que, mantendo o volume de transações constante o aumento da quantidade de moeda tende a reduzir a taxa de juros no curto prazo.

Apesar da importância, para fins teóricos, das diferenças sumariamente expostas acima consideramos que elas, e outras, estão subsumidas à duas outras diferenças fundamentais no conceito de taxa de juros para os autores: A variação, ou não, da taxa de juros de longo prazo e seu poder de influência sobre o investimento.

A primeira refere-se ao fato de que a taxa de juros de longo prazo pode variar bastante para Keynes enquanto que permanece relativamente estável para Kalecki. O que pode variar e varia de fato para Kalecki são as taxas de juros de curto prazo, ele aponta, inclusive, que estas variações tendem a seguir o ciclo econômico aumentando com a elevação do volume de transações — na fase de prosperidade, e caindo na fase de recessão.

[...] as flutuações cíclicas na taxa de juros a curto prazo podem ser explicadas em termos da oferta de dinheiro por parte dos bancos referidas às flutuações do valor das transações, *T*.

---

<sup>3</sup>  $M \times V = T$  para Kalecki e  $M_1 \times V = T$  para Keynes.



Parece que essa oferta de dinheiro flutua menos que o valor das transações, de forma que a velocidade de circulação e a taxa de juros a curto prazo aumentam na fase de prosperidade e caem na depressão (KALECKI, 1983, p. 63).

Dado o comportamento relativamente contínuo da taxa de juros de curto prazo durante o ciclo e o fato de que os agentes utilizam este comportamento para balizar as expectativas acerca da taxa de juros de curto prazo esperada — que determina, a seu tempo, taxa de juros de longo prazo esta tende a permanecer relativamente constante durante o ciclo. A questão mais importante aqui não é necessariamente a maneira como os agentes formam suas expectativas acerca da taxa de juros mas sim a possibilidade de confiar ou não em suas esperanças matemáticas. Na concepção de Kalecki a realidade inevitavelmente cíclica do movimento da economia dá subsídios à confiança, fortalece a crença na estimativa dos agentes.

Em Keynes dada a incerteza característica do ambiente e a insegurança característica do agente econômico, cálculos e probabilidades estatísticas não são, por mais sofisticadas que sejam, inteiramente aceitáveis, para ele o estado das expectativas de longo prazo — aquelas relevantes para o processo de decisão “[...] não depende, portanto, exclusivamente do prognóstico mais provável que possamos formular. Depende, também, da confiança com a qual fazemos este prognóstico — à medida que ponderamos a probabilidade de o nosso melhor prognóstico revelar-se inteiramente falso.” (KEYNES, 1982, p. 124). O ambiente, como pensado por Keynes, de fato, implica a possibilidade da alimentação de uma esperança que pode se provar completamente falsa.

O método de formação de expectativas admitido por Keynes é assim o de uma convenção que consiste no fato de que os agentes consideram situação atual e a projetam para o futuro. A taxa de juros de longo prazo seria, portanto, determinada pelo seu nível atual visto que esse nível influencia a formação de expectativas à seu respeito — expectativas a respeito das variáveis que determinam a própria taxa de juros, como a política monetária do governo e o grau credibilidade do mesmo. Essas expectativas influenciam diretamente o motivo de retenção de moeda para especulação o qual age, também diretamente, sobre o comportamento da taxa de juros de longo prazo, fazendo-a variar.

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. *Qualquer* taxa de juros aceita com suficiente convicção como *provavelmente* duradoura *será* duradoura; sujeita, naturalmente, em uma sociedade em mudança a flutuações originadas por diversos motivos, em torno do nível normal esperado (KEYNES, 1982, p. 162)

A segunda diferença que consideramos fundamental é a capacidade da taxa de juros, em Keynes, de afetar diretamente o nível de investimento e, contrariamente, a inabilidade de afetar diretamente o investimento em Kalecki.

Em Keynes o investimento é determinado em parte pela eficiência marginal do capital e, em parte, pela taxa de juros. A eficiência marginal do capital é, basicamente, a taxa de rentabilidade de um bem de capital medida em termos do fluxo de renda esperada durante a vida útil desse bem descontando o preço que induziria o produtor de bens de capital a produzir uma unidade adicional desse mesmo bem, o preço de oferta.

Quando comparada à eficiência marginal do capital a taxa de juros expressa para o tomador de empréstimo um custo de financiamento do investimento, de modo que, a rentabilidade que se espera obter do investimento — medida pela eficiência marginal do capital, deve superar o custo de captação de recursos — medido pela taxa de juros. De maneira semelhante, para o possuidor de dinheiro, a taxa de juros expressa o custo de oportunidade do investimento, já que, este indivíduo se encontra em posição de investir ou emprestar, para que decida pela primeira opção, os ganhos advindos do investimento devem superar os ganhos possíveis através do empréstimo.

Parece que, em Keynes, empréstimo e investimento estão sempre competindo pela mesma parte da poupança do empresário. Existiria, de certa forma, no empresariado, uma preocupação sempre constante com o custo de oportunidade que o investimento lhe impõe, a eficiência marginal do capital com a taxa de juros. Parece que estão sempre considerando a possibilidade de, em conjuntura favorável, trocar de lado. Torna-se empresário produtivo ou rentista ao sabor das circunstâncias. Talvez esse seja mais um dos motivos pelos quais a manutenção de baixas taxas de juros é tão importante para a promoção do crescimento econômico no pensamento Keynesiano.

Já em Kalecki o investimento não depende, pelo menos não tão diretamente, da taxa de juros. O investimento está, para Kalecki, positivamente relacionado com a proporção da poupança que os capitalistas decidem reinvestir (apesar de que de maneira decrescente, já que os capitalistas tendem a não reinvestir toda a poupança) e a variação observada, entre um período passado e o atual, nos lucros e no produto total da economia e negativamente relacionado a acumulação de bens de capital. Os juros até influenciam o investimento nesse sentido, visto que uma elevação das taxas de captação de recursos — os juros, age naturalmente diminuindo a rentabilidade do investimento. No entanto variações na taxa de juros de longo prazo tendem a não ser muito expressivas. Além do mais, Kalecki defende a idéia de que, quanto maior for o tamanho da empresa, ou seja, de quanto mais recursos dispor um capitalista, mais apto a conseguir financiamento ele estará, e em melhores condições. Para Kalecki a própria acumulação de capital ameniza os efeitos negativos da taxa de juros sobre o investimento.

A limitação do tamanho da firma pela disponibilidade de capital da empresa chega ao âmago do sistema capitalista. Muitos economistas supõem, pelo menos em suas teorias abstratas, um estado de democracia econômica onde qualquer pessoa com o dom da habilidade empresarial pode obter capital para iniciar um negócio. Esse quadro das atividades do empresário "puro" não é, para pôr a coisa em termos modestos, realista. O pré-requisito mais importante para alguém se tornar empresário é a *propriedade* de capital (KALECKI, 1983, p. 78)

O importante é que, como a variação observada nos lucros e no produto total, entre um período passado e o atual, são também fruto de decisões de investimento em um período ainda mais distante no tempo, assim como é o efeito negativo da acumulação de bens de capital, o investimento passa a ser, para Kalecki, quase que inteiramente determinado pelo próprio investimento. Uma afirmação aparentemente tautológica mas que não o é dado o hiato temporal que separa as decisões.

Em Kalecki não existe, como em Keynes, esse custo de oportunidade do investimento em termos do que se poderia obter se o capitalista optasse por emprestar e não investir. O investimento declina automaticamente no decorrer do ciclo unicamente porque gera barreiras a si próprio e volta a crescer quando seu declínio se deu por tempo suficiente para destruir tais barreiras. O investimento varia, em Kalecki, graças a própria dinâmica da acumulação capitalista.

## 6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

As principais conclusões deste trabalho são que a taxa de juros de Keynes e Kalecki se diferenciam principalmente por dois motivos. Sejam eles a variabilidade, ou não, da taxa de juros e seu poder de influenciar, ou não, o nível de investimento da economia.

Vimos que a diferença quanto à variabilidade da taxa de juros reside, principalmente, na diferença como os dois autores abordam a incerteza. Sendo que para Keynes não existe previsão confiável acerca do futuro da taxa de juros e, para Kalecki, existe, de certa maneira, por meio de uma estimação da média passada das taxas de juros. A formação das expectativas dos agentes determinará a variação, ou não, da taxa de juros de longo prazo. Via preferência pela liquidez (pelo motivo de especulação) e taxa de juros de curto prazo esperada para o período de longo prazo.

Vimos também que, a diferença quanto a influência, ou não da taxa de juros sobre o investimento depende da existência, ou não, de um custo de oportunidade do investimento em termos do que se pode obter emprestando o dinheiro e não o investindo. Onde, em Keynes, esse custo existe e é relevante ao passo que, em Kalecki, esse custo existe mas perde expressividade ao longo da própria acumulação capitalista.

Defendemos também, a existência de dois fatores semelhantes entre as proposições de Keynes e Kalecki, a divisão entre taxas de juros de longo prazo e curto prazo e a existência de um fator

expectacional determinante da taxa de juros de longo prazo — o motivo de especulação, em Keynes e a taxa de juros de curto prazo esperada para o período de longo prazo, em Kalecki.

## **7. REFERÊNCIAS**

KALECKI, Michal. **Teoria da dinâmica econômica**. Os Economistas. São Paulo: Abril S.A. Cultural e Industrial, 1983.

KEYNES, John. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Atlas S.A., 1982.