

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

DANIEL WIELEWSKI DO CARMO

O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: UMA CRITICA PÓS-KEYNESIANA

CURITIBA
2014

DANIEL WIELEWSKI DO CARMO

O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: UMA CRITICA PÓS-KEYNESIANA

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Fabiano Abranches Silva Dalto

CURITIBA
2014

TERMO DE APROVAÇÃO

DANIEL WIELEWSKI DO CARMO

O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: UMA CRITICA PÓS-KEYNESIANA

Monografia aprovada como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Econômicas, Setor de Ciências Sociais Aplicadas, Universidade Federal do Paraná, pela seguinte banca examinadora:

Orientador: Prof. Dr. Fabiano Abranches Silva Dalto
Setor de Ciências Sociais Aplicadas
Universidade Federal do Paraná

Prof. Dr. Eduardo Angeli
Setor de Ciências Sociais Aplicadas
Universidade Federal do Paraná

Prof. Dr. João Basílio Pereima
Setor de Ciências Sociais Aplicadas
Universidade Federal do Paraná

Curitiba, 5 de dezembro de 2014

Dedico a minha família.

Mariele, minha namorada.

E aos meus amigos.

Por todo apoio que recebi neste período.

AGRADECIMENTOS

Quero agradecer a todas as pessoas que participaram da minha vida nesse processo, aqueles que me ajudaram e me apoiaram sempre: minha família e amigos, sem eles eu nada seria.

“A dúvida é a ante-sala do conhecimento”
Provérbio chinês

RESUMO

O presente trabalho tem como objetivo avaliar o contraste entre o Regime de metas de inflação e a teoria pós-keynesiana. Para tanto, é discutida a dinâmica da inflação, política monetária e juros de acordo com o fundamento teórico da teoria pós-keynesiana. A partir disso faz-se uma revisão do Regime de metas de inflação.

Palavras-chave: metas de inflação, teoria pós-keynesiana, taxa de juros.

ABSTRACT

This study aims to evaluate the contrast between the regime of inflation targeting and the Post Keynesian theory. Thereby, the dynamics of inflation is discussed, monetary policy and interest according to the theoretical foundation of Post Keynesian theory . From this we make a review of the regime of inflation targeting.

Key Words: *inflation targeting, post keynesian theory, interest rate.*

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	10
2 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	11
2.1 TEORIA E OPERACIONALIDADE DO SISTEMA.....	12
2.2 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL.....	14
3 TEORIA KEYNESIANA.....	17
3.1 MOEDA, POLÍTICA MONETÁRIA E INFLAÇÃO SOB A ÓTICA KEYNESIANA..	17
3.1.1 POLÍTICA MONETÁRIA PARA KEYNES.....	17
3.1.2 INFLAÇÃO PARA KEYNES.....	19
3.2 O PROCESSO INFLACIONÁRIO SOB ÓTICA PÓS-KEYNESIANA.....	21
4 ANÁLISE PÓS KEYNESIANA DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO.....	24
4.1 CRÍTICA PÓS-KEYNESIANA.....	24
4.2 ANÁLISE DO EFEITO DOS JÚROS NA ECONOMIA.....	26
5 CONCLUSÃO.....	31
6 REFERÊNCIAS.....	32

1 INTRODUÇÃO

No Brasil, historicamente, a inflação é uma das maiores preocupações da política econômica, visto que é incontestável sua participação como norteadora das diretrizes econômico-financeiras do País.

Após vários períodos de instabilidade de preços, no Brasil, segundo semestre de 1999, após ter se estabilizado, passou a vigorar o regime de metas de inflação, que consiste num conjunto de medidas que devem ser seguidas pela autoridade monetária, a fim de manter a estabilidade de preços. Sua principal ferramenta de controle do nível de preços é a taxa de juros, que pode ser controlada pelo banco central.

O regime de metas de inflação é fundamentado a partir de ideias ortodoxas, de neutralidade da moeda, expectativas racionais, que fazem parte do arcabouço teórico do novo consenso macroeconômico, para essa corrente a inflação é um fenômeno monetário e deve ser o principal foco da política monetária. Neste trabalho pretende-se analisar e criticar os fundamentos teóricos que baseiam o regime de metas de inflação, a partir da teoria pós-keynesiana. A principal proposta é colocar lado a lado os fundamentos de cada escola teórica (Pós-keynesianos e o novo consenso macroeconômico) e fazer uma abordagem teórica sobre o regime de metas de inflação. Para complementar, serão analisados estudos empíricos a respeito do mecanismo de transmissão da política monetária.

Primeiramente, no capítulo dois, vamos compreender, de acordo com os postulados das teorias novo-clássica e novo-keynesiana, que formam o novo consenso macroeconômico, como se comporta o sistema de metas de inflação, quais são suas hipóteses e mecanismos, além de observar a forma operacional que deve ser adotada pela autoridade monetária.

No terceiro capítulo, iremos analisar como se comporta a política monetária de acordo com a teoria keynesiana, como é analisada a inflação e o juro de acordo com essa teoria.

No quarto capítulo, pretende-se analisar os principais pontos do Regime de metas de inflação de acordo com autores pós-keynesianos, quais as principais propostas de mudança e adaptação, também será feita a análise de um trabalho crítico a regra de Taylor, a fim de questionar sua viabilidade.

2 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

O Regime de metas de inflação passou a ser um instrumento utilizado na década de 1990 por vários países que buscavam a estabilidade dos preços na economia e que também desejavam perder o dito “viés inflacionário” dando maior credibilidade a autoridade monetária. Existem vários tipos de sistemas de metas de inflação, com mecanismos diferentes de controle do processo inflacionário, o foco do estudo será no sistema baseado no mecanismo de transmissão da taxa de juros, que é utilizado no Brasil. O arcabouço teórico utilizado para formulação do sistema de metas de inflação teve origem em pressupostos da teoria novo-clássica em comum com a teoria novo-keynesiana, que prediz hipóteses como: as expectativas racionais, equilíbrio contínuo dos mercados, ineficácia e inconsistência temporal da política monetária além de ser a favor da independência do Banco Central. O Sistema de metas de inflação consiste na publicação periódica de metas numéricas para a inflação, por exemplo 4,5%, bem como de determinados intervalos para sua variação, por exemplo 2% para mais ou para menos. Também é necessário um espaço de tempo para que se possa alcançar esta meta de inflação, para que desta maneira, os agentes econômicos tenham conhecimento das ações tomadas pela autoridade monetária, tenham maior confiança de que os formuladores de política estejam comprometidos com a estabilidade de preços e cumprimento das respectivas metas. No Brasil, o regime de metas de inflação foi implementado de acordo com as condições macroeconômicas da época, relacionando as metas e objetivos de acordo com a conjuntura do país no ano em que foi implementado. Este capítulo do trabalho pretende explicar de forma objetiva como foi implementado o regime de metas de inflação no Brasil, os principais conceitos do sistema de metas de inflação que foram adotados no Brasil para adaptação desse sistema a economia brasileira e o arcabouço teórico do sistema de metas inflacionárias.

2.1 TEORIA E OPERACIONALIDADE SISTEMA

Segundo Modenesi (2005), o regime de metas de inflação utilizado atualmente é derivado teoricamente das discussões teóricas dos anos 1970 e 1980 sobre regras versus discricionariedade após o conceito de expectativas racionais tornar-se dominante. O sistema e a regra de Taylor, com a qual o sistema é operado, são peças fundamentais do chamado novo consenso de política monetária. Essa corrente teórica traz a ideia de fundamentar microeconomicamente os modelos macroeconômicos de equilíbrio geral, mesmo que em geral não negue que ocorra estados de rigidez no processo de ajustamento, o conceito de expectativas racionais explicaria que os efeitos de variáveis monetárias na economia real são transitórios.

Para Modenesi (2005), embora tenha raízes na Teoria Quantitativa da Moeda, o regime de metas de inflação é um conjunto de regras operado através da taxa de juros, e não por meio de controle da quantidade de moeda. Isso se dá devido a aceitação de que a velocidade de circulação da moeda é endógena, impossibilitando o controle pela autoridade monetária sobre a quantidade de moeda e nível de preços.

De acordo com Modenesi (2005) o estabelecimento de uma âncora na economia, seja ela cambial, monetária ou inflacionária, faz com que a política monetária tenha de seguir um compromisso com aquele sistema que foi escolhido como estratégia de ancoragem da economia. Tal estratégia tem duas funções: a primeira é coordenação das expectativas inflacionárias e a segunda é o balizamento da formação de preços por partes dos agentes econômicos, por isso que a âncora acaba por ser um componente importante para estabilização inflacionária, diminuindo o risco do viés inflacionário. O autor ainda afirma que, de acordo com a teoria que fundamenta o regime, a independência do banco central seria um fator importante para conduzir a política monetária no regime de metas de inflação, baseada em dois fundamentos: o primeiro refere-se à aceitação da existência do viés inflacionário na condução da política monetária; o segundo refere-se à evidência empírica da relação negativa entre Banco Central Independente e inflação, verificada, principalmente, nos países mais industrializados.

De acordo com Mishkin (1999 p.17-18) o sistema metas de inflação envolve elementos como:

- 1) um anúncio público das metas para inflação a serem cumpridas pela autoridade monetária;
- 2) compromisso com a estabilidade de preços, ou seja, que a autoridade monetária não tenha viés inflacionário;
- 3) Autoridade monetária deve adotar uma estratégia de inclusão da informação, reduzindo o papel para alvos intermediários, como o crescimento da moeda;
- 4) transparência da autoridade monetária no tocante da política econômica;
- 5) Autoridade monetária deve buscar credibilidade, pois há um aumento de suas responsabilidades.

Além dos compromissos com os agentes econômicos que devem ser assumidos pela autoridade monetária, a principal ferramenta utilizada pelo sistema de metas de inflação é a taxa de juros, baseada na regra de Taylor (Taylor 1993).

Vamos explicar brevemente, de acordo com Debelle (1999), como funciona o mecanismo de transmissão da taxa de juros, de acordo com a regra de Taylor.

De acordo com Debelle (1999), o modelo que explica o funcionamento do sistema de metas de inflação é o seguinte:

$$(1) \pi_t = \pi_{t-1} + \alpha(y_{t-1} - y_{t-1}^*) + \varepsilon_t$$

$$(2) y_t = y_t^* + \beta(y_{t-1} - y_{t-1}^*) - \gamma(r_{t-1} - r^*) + n_t$$

$$(3) L_t = E_t \sum_{s=t}^{\infty} \delta^{s-t} [(1 - \lambda)(\pi_s - \pi^*)^2 + \lambda(y_s - y_s^*)^2]$$

Onde π é a inflação, π^* é a meta de inflação, y é o produto, y^* é o produto potencial, r é a taxa de juros que é utilizada como instrumento de política monetária, real, δ é a taxa de desconto

A equação (1) se trata da curva de Philips, em que a taxa de inflação depende do seu valor no período anterior e também do hiato produto no período anterior.

A equação (2) é a curva de demanda agregada, em que o produto depende do seu hiato de produto no período anterior.

A equação (3) representa o *tradeoff* da autoridade monetária entre inflação e produto, onde λ indica a preferência pelo controle da inflação ou o viés da AM, um valor alto dessa variável indica que a AM não tem um viés inflacionário.

Resolvendo as equações acima citadas obtemos a equação (4):

$$(4) r_t = r^* + \sigma_1(\pi_t - \pi^*) + \sigma_2(y_t - y_t^*)$$

Onde σ depende das variáveis da função, principalmente do λ

A equação (4) é a famosa regra de Taylor, que descreve, teoricamente, o mecanismo de transmissão da política monetária, onde a taxa de juros exerce impacto sobre a inflação.

De acordo com Debelle (1999), a política monetária se ajusta conforme as variações na inflação. De acordo com o autor, a meta de inflação funciona como um filtro para a política monetária, em que o banco central utiliza as informações para conduzir a política monetária.

De acordo com a regra de Taylor temos que: se a inflação subir, a taxa de juros nominal tende a crescer mais rapidamente, para aumentar a taxa de juros real da economia. A inflação representa um aumento de preços, devido a pressões de demanda ou aumento de custos. Aumentando a taxa de juros reais, os consumidores preferirão poupar, reduzindo a demanda. Esse processo tende a amenizar as pressões sobre os custos e reduzir os preços. Dessa forma temos que a regra de Taylor mostra que um aumento da taxa de juros desincentiva o excesso de atividade, reduzindo o consumo e aumentando a poupança.

2.2 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

No dia 21 de junho de 1999 foi promulgado o Decreto nº 30887 , que estabelece o Regime de Metas para a Inflação como norteador da política monetária no Brasil. De acordo com esse decreto, principais reformas institucionais foram:

- 1) As metas são representadas por variações anuais de índice de preços de ampla divulgação.
- (2) As metas e os respectivos intervalos de tolerância são fixados pelo Conselho Monetário Nacional - CMN, mediante proposta do Ministro da Fazenda.
- (3) Ao Banco Central do Brasil compete executar as políticas necessárias para cumprimento das metas fixadas.
- (4) O índice de preços a ser adotado é escolhido pelo CMN, mediante proposta do Ministro de Estado da Fazenda.
- (5) Considera-se que a meta foi cumprida quando a variação acumulada da inflação - medida pelo índice de preços referido no artigo anterior, relativa ao período de

janeiro a dezembro de cada ano calendário - situar-se na faixa do seu respectivo intervalo de tolerância.

(6) Caso a meta não seja cumprida, o Presidente do Banco Central do Brasil divulga publicamente as razões do descumprimento, por meio de carta aberta ao Ministro de Estado da Fazenda, que deve conter a descrição detalhada das causas do descumprimento, as providências para assegurar o retorno da inflação aos limites estabelecidos e o prazo no qual se espera que as providências produzam efeito.

7) O Banco Central do Brasil divulga, até o último dia de cada trimestre, Relatório de Inflação abordando o desempenho do regime de "metas para a inflação", os resultados das decisões passadas de política monetária e a avaliação prospectiva da inflação.

De acordo Bogdanski, Tombini e Werlang (2000) a estabilidade de preços foi escolhida como objetivo primordial da política monetária. O Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), foi utilizado com instrumento de medida da inflação, dado que o índice tem uma maior abrangência sobre o nível de preços, ele forneceria a "inflação cheia", dessa forma haveria maior credibilidade para o sistema.

"Uma questão importante que gerou muitas discussões foi a escolha da taxa de inflação 'cheia' para servir de referência para as metas, ao invés de uma medida de núcleo da inflação. Talvez o procedimento técnico mais adequado fosse expurgar alguns itens do índice cheio, deixando-o imune aos efeitos de choques temporários e de ocorrência única. Apesar disso, a escolha de um índice cheio tornou-se inevitável por razões de credibilidade, pelo menos no início da implementação do regime de metas para a inflação. Infelizmente, a sociedade brasileira havia testemunhado vários episódios de manipulação de índices de preços no passado não muito distante, e assim qualquer mudança relacionada com a supressão de itens do índice-meta despertaria desconfiança." (Bogdanski Tombini, Werlang, 2000 p.10-11).

Quanto aos mecanismos de transmissão propriamente ditos, Bogdanski, Tombini e Werlang (2000) afirmam que no modelo utilizado:

- (1) A taxa de juros afeta a taxa de câmbio nominal contemporaneamente e o hiato de produto depois de um intervalo de entre 3 a 6 meses;
- (2) A taxa de câmbio afeta a inflação importada e, portanto, a taxa de inflação doméstica contemporaneamente;
- (3) O hiato de produto afeta a taxa de inflação após um intervalo de 3 meses.

De acordo com Modenesi (2005) No regime de metas de inflação brasileiro seriam criados relatórios trimestrais que apresentaria as seguintes questões em relação a inflação:

- 1) Os objetivos, as limitações e as medidas de política monetária tomadas pelo Banco Central;
- 2) Os resultados de medidas futuras;
- 3) a avaliação prospectiva do comportamento da inflação, visto o caráter de antecipação das decisões do Banco Central, devido à existência de defasagens na condução da política monetária.

Podemos notar que as autoridades monetárias brasileiras não seguiram o regime adotado em alguns países, como o Canadá, Nova Zelândia, Austrália, Holanda e Suécia, que adotaram como parâmetro medida do núcleo da inflação, que acaba por isolar o efeito de choques temporários e de curto prazo sobre o processo inflacionário. Segundo Modenesi (2005) Núcleo da inflação é uma forma de calcular a inflação que exclui ou confere menor importância aos aumentos provocados por fatores temporários ou casuais na composição do índice de preços. Essa técnica de cálculo é utilizada para que se tenha o real comportamento da inflação considerando aí as variações que sejam consistentes com o comportamento de toda a economia, e não apenas os fatores localizados. De acordo com o autor, um aumento generalizado de preços na economia aparece no núcleo.

Em suma, no regime de metas de inflação brasileiro, é feito o controle da inflação através do controle da taxa de juros, com a intenção de fazer o controle da demanda. Esse processo tem efeito no curto prazo e essas metas podem coordenar a formação de expectativas inflacionárias dos agentes e a fixação de salários e preços, atuando, assim, como uma âncora nominal tanto para a inflação atual como para as expectativas futuras.

No próximo capítulo será feita uma revisão do arcabouço teórico keynesiano e pós-keynesiano para desta forma ter-se argumentos para a crítica no último capítulo.

3 TEORIA KEYNESIANA

Para entender o comportamento dos preços e inflação na economia de um ponto de vista keynesiano é necessário primeiramente entender como é vista a política monetária, quais são os efeitos da política monetária e de que maneira tal política deve ser aplicada de acordo com os postulados da teoria keynesiana. Nesta seção iremos recapitular alguns dos principais postulados desta teoria, para dar maior entendimento acerca dos fatores que influenciam o aumento de preços, por conseguinte, entender o mecanismo do regime de metas de inflação.

3.1 MOEDA, POLITICA MONETÁRIA E INFLAÇÃO SOB A ÓTICA KEYNESYANA

A fim de escrevermos acerca das variáveis identificadas acima na visão keynesiana, segregaremos este capítulo em duas partes, primeiramente o objetivo é entender a origem teórica dos conceitos, da própria teoria Keynesiana para depois adentrar nas ideias de conteúdo mais específico.

3.1.1 POLÍTICA MONETÁRIA PARA KEYNES

Para entender como funciona a política monetária para Keynes, devemos entender os princípios básicos da teoria keynesiana, em especial a taxa de juros.

Keynes (1936) define a moeda em três funções, duas básicas: unidade de conta e meio de pagamento, e uma terceira que surge a partir dessas duas: reserva de valor, partindo do princípio que a moeda não é utilizada necessariamente para cumprir contratos presentes, e como existem contratos futuros, os agentes permanecerão com a moeda, como reserva de valor, para não correrem o risco de não serem capazes de honrar suas dívidas. Além da reserva de valor para honrar dívidas futuras, pode-se guardar moeda para esperar um cenário mais favorável,

visto que é a riqueza mais líquida e pode se transformar em outro tipo de riqueza facilmente .

Segundo Keynes (1936) a moeda em si (moeda física) não tem valor intrínseco, mas, ao ser aplicada, ela retorna uma recompensa pela utilização da moeda. Esse seria justamente a função da taxa de juros, recompensar a quem tem moedas, para que o possuidor não tenha tendência a estoca-las. Então, de acordo com Keynes, a taxa de juros é o preço pago para que os agentes renunciem a liquidez e não estoquem moeda.

De acordo com Keynes (1936), com uma alta taxa de juros, os agentes não procurarão estocar moeda, mas, sim, aplicá-la em títulos ou ações. Contudo se a taxa de juros for baixa, os agentes terão preferência pela liquidez. O conceito de preferência pela liquidez em Keynes, diz que os agentes têm preferência em reter moeda por precaução ou para investimentos futuros, dada a incerteza do mercado. Contudo a taxa de juros baixa não induz a um aumento de investimento, pois as decisões de investimento dependem da eficiência marginal do capital, que é a expectativa de retorno do capital investido, dada a incerteza do mercado.

De acordo com Carvalho (1997) o que diferencia a política monetária keynesiana da novo-clássica, em que se baseia o regime de metas de inflação, é a neutralidade da moeda, em que se baseia o regime de metas de inflação, pois a neutralidade da moeda e a Teoria Quantitativa da moeda são hipóteses que devem ser verdadeiras para manter a veracidade do sistema de metas de inflação. Devido ao prêmio de liquidez da moeda, os agentes econômicos, teriam preferência em reter moeda em vez de investir em algum outro tipo de riqueza menos líquido, os principais fatores que corroboram esta situação são:

- 1) As decisões de investimento do principal agente econômico (Empresa) são baseadas na obtenção de lucros em forma de dinheiro, ou seja, o investimento tem que gerar um valor adicional ao valor investido para que o investimento seja feito.
- 2) Os investidores se encontram num ambiente de incerteza, ao contrário do que diz a teoria novo-clássica, os investidores não têm perfeita informação, sequer têm informações sólidas a respeito dos riscos do investimento. As decisões são tomadas baseadas em informações frágeis e no animal spirit dos investidores.
- 3) Os processos de produção e comercialização são baseados em contratos com compromissos a vista e futuros. No caso dos contratos futuros, estes contratos

promovem a socialização das incertezas que cercam o processo produtivo, também permitem o controle dos custos de produção..

De acordo com esse contexto, a política monetária tem um efeito nítido sobre o lado real da economia, transmitidos através dos seguintes mecanismos:

- 1) A política monetária expansionista promove variação dos preços relativos, aumento na retenção de ativos ilíquidos (moeda), a transferência da moeda da circulação financeira para a circulação industrial e o aumento do nível de atividade econômica.
- 2) O aumento do volume das reservas bancárias via expansão monetária, o banco central estimula a substituição das reservas bancárias para empréstimo, o que acaba promovendo aumento do crédito bancário, baseando-se na preferência pela liquidez do setor bancário.

Então, a principal função, a ser utilizada pela autoridade monetária, da política monetária é prover liquidez para o crescimento econômico e emprego. O foco da política, então, diferencia-se da base teórica do sistema de metas de inflação, em que o foco da política monetária deve ser a estabilidade de preços.

3.1.2 INFLAÇÃO PARA KEYNES

Keynes (1923) no seu texto *Tract on monetary reform*, faz um levantamento sobre as causas e efeitos da crise pós-guerra na década de 1920. Para isso, foi feita uma análise das variações dos preços de alguns dos principais países do mundo. De acordo o autor, entre as principais implicações do processo inflacionário, o custo social que ele trás é crucial, pois ele afeta de maneira desigual a população.

Nas palavras de Keynes:

“It follows, therefore, that a change in the value of money, that is to say in the level of prices, is important to society only in so far as its incidence is unequal. Such changes have produced in the past, and are producing now, the vastest social consequences, because, as we all know, when the value of money changes, it does not change equally for all persons or for all purposes” (Keynes, 1923 p. 1).

Além do custo social, Keynes (1923) afirma que os processos de inflação e deflação foram extremamente prejudiciais para as economias dos países estudados. Ambos causariam efeito no processo de distribuição de renda da economia, contudo a inflação seria pior neste caso, assim como ambos tem efeito na produção, contudo neste caso o processo deflacionário é o mais perigoso.

Nas palavras de Keynes:

“Each process, inflation and deflation alike, has inflicted great injuries. Each has an effect in altering the distribution of wealth between different classes, inflation in this respect being the worse of two. Each has also an effect in overstimulating or retarding the production of wealth, though here deflation is the more injurious” (Keynes, 1923 p. 4).

De acordo com Araujo (2013) Keynes defende que variações no valor intrínseco da moeda ocasionam grandes mudanças nos níveis de equilíbrio entre as variáveis de distribuição monetária e produção de mercadorias. Além disso, pegando como base a Teoria Quantitativa da Moeda, ele defende que o nível de rapidez de circulação monetária não permanecia em números constantes no curto prazo. Isso é explicado também pela confiabilidade dos agentes no poder de compra da moeda, já que ficam tentados a “proteger” seu capital retendo-o para si ao invés de aplicá-lo no consumo do país. Nisso, a proporção entre a quantidade de moeda no mercado e nível de preços fica enviesada, já que outras variáveis macroeconômicas alheias ao modelo acabam por influenciar a oferta de moeda.

Já em 1940, no texto *how to pay for the war*, Keynes queria descobrir como transferir recursos para o financiamento dos gastos com guerra, no pleno emprego e sem dar início ao processo inflacionário. Para isso, propôs uma taxaço, impostos e poupança compulsória, sobre todas as rendas acima do limite pré-estabelecido pelo governo. Assim sendo, esperava-se o aumento da arrecadação sobre tributos, redução da disparidade social populacional (sendo que todos acima do limite monetário tinham como obrigação o pagamento do tributo) e a diminuição da inflação, sendo o último resultado justificado pela restrição econômica na falta de oferta de produtos para consumo da população local.

3.2 O PROCESSO INFLACIONÁRIO SOB ÓTICA PÓS-KEYNESIANA

De acordo com Davidson (1994), a inflação possui três causas principais:

- 1) rendimentos decrescentes, devido a escassez de insumos ou da perda de produtividade dos trabalhadores frente a um aumento do produto;
- 2) crescimento das margens de lucro, devido as condições da economia que possibilitam os empresários aumentarem os preços sem perder a demanda;
- 3) crescimento dos salários nominais em relação à produtividade do trabalho, ocorre devido ao poder de barganha da classe trabalhadora em relação aos empresários, o aumento dos salários nominais sem aumento de produtividade provoca um aumento de custos que sera refletido nos preços.

Essa idéia pode ser expressada de forma algébrica através da seguinte equação:

$$(5) P = k (w / A)$$

A é a média de produtividade física do trabalho;

w / A é o custo de produção da unidade de trabalho;

k é a taxa de mark-up.

A partir desta equação podemos descrever o processo inflacionário, como resultado de tentativas de alteração na distribuição de renda:

- 1) uma expansão da atividade econômica e uma redução da taxa de desemprego resultam no emprego de equipamentos e trabalhadores menos ineficientes no processo produtivo, gerando uma inflação de retornos decrescentes;
- 2) dado o aumento dos preços e o maior poder de barganha advindo da redução do nível de desemprego, os trabalhadores tentarão reagir ao aumento dos preços através de uma reivindicação por aumentos salariais;
- 3) os empresários, por outro lado, além de repassar os aumentos salariais para os preços, aproveitarão a maior demanda por seus produtos para aumentar as suas margens de lucro. De acordo com Araújo (2013 p 12), O conflito distributivo é o principal causador do processo inflacionário.

De acordo com Sicsú (2000) temos sete tipos de inflação na economia:

- 1) Inflação de salários: esse processo ocorre de acordo com os aumentos de salários vindo de negociações de trabalhadores com empresários, basicamente, um aumento de salário nominal provoca um aumento de geral de preços, mantendo tudo mais constante, contudo caso haja um aumento de produtividade, esse aumento de preços não é verificado. O autor afirma ainda que este efeito é ainda mais forte quando o hiato de emprego diminui, pois aumenta o poder de barganha dos trabalhadores frente aos empresários;
- 2) Inflação de Lucros: ocorre quando os empresários percebem certa rigidez na elasticidade de demanda de seus produtos e elevam o nível de preço a fim de aumentar a taxa de lucro;
- 3) Inflação de retornos decrescentes: ocorre quando as empresas tem retornos decrescentes, então qualquer variação no hiato de emprego pode causar o aumento dos custos de produção e por consequência aumento dos preços.
- 4) Inflação importada: ocorre devido a influencia do preço internacional nos preços internos do país, esse tipo de inflação depende da taxa de cambio e do grau de abertura da economia.
- 5) Choques de oferta: esse talvez seja o fator mais efetivo e mais conhecido, pois é a situação em que o aumento de preços ocorre devido a choques externos, por exemplo condições climáticas para produção de commodities, escassez de energia, infestação de plantações, etc.
- 6) Inflação de impostos – esse tipo de inflação ocorre devido ao aumento de impostos e alíquotas, pois os empresários tendem a repassar esses valores para os preços dos produtos, pois aumentam seus custos.
- 7) Inflação de demanda – Esse tipo de inflação pode ocorrer devido ao aumento dos gastos de governo, investimento ou consumo. Essa situação só se verifica quando o hiato de emprego é zero, ou seja, quando a economia atinge o pleno emprego.

De acordo com Sicsu (2000), a utilização da taxa de juros pode ser eficaz para controlar a inflação, mas, ainda assim, não é recomendada a sua utilização devido aos impactos que uma elevação da taxa de juros causa sobre o desemprego. De acordo com o autor uma elevação da taxa de juros atacaria os sintomas da inflação e não as suas causas. Tal elevação dificultaria o processo de repasse de um aumento de custos aos preços, contudo não resolveria o problema da elevação de custos que seria o motivo primordial.

Em suma, para os autores pós-keynesianos, a origem da inflação está no conflito distributivo e que a inflação, principalmente, ocorre devido a reação das empresas a aumento dos custos de fatores de produção, aumento de salários sem aumento de produtividade. A taxa de juros fica a margem deste processo, controlado só um dos lados do processo e mascarando o que realmente causa a inflação, Já que segundo os autores as políticas atacam as consequências e não as causas da inflação, Como existem vários tipos de inflação, seria necessária a utilização de um instrumento diferente para cada tipo, sempre com o objetivo de resolver as causas do processo inflacionário.

4 ANÁLISE PÓS KEYNESIANA DO REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

Neste capítulo, o objetivo é rever as práticas utilizadas no regime de metas de inflação com um olhar pós-keynesiano, visto que temos uma noção dos principais postulados envolvidos nesta questão. Este capítulo é dividido em duas partes, na primeira parte mostraremos os principais argumentos da teoria pós-keynesiana com intuito de questionar a aplicabilidade desse sistema nos dias de hoje. Na segunda parte o foco será na taxa de juros como a ferramenta de política monetária para conter o processo inflacionário.

4.1 CRITICA PÓS-KEYNESIANA

A teoria pós-keynesiana tem muitas divergências com o modelo do sistema de metas de inflação, alguns autores tentam flexibilizar alguns pressupostos desse modelo para trazer uma alternativa pós-keynesiana para o debate econômico, outros, por outro lado, mostram certa incompatibilidade de paradigmas fundamentais que de certa forma são imutáveis.

De acordo com Davidson (1994), a teoria ortodoxa consegue, de certa forma, controlar o nível de preço e balizar a política monetária, contudo essa política traz resultados não muito eficazes a um custo social muito alto, nas palavras do autor:

“as políticas ortodoxas anti-inflacionárias são orientadas no sentido de manter elevado grau de desemprego suficiente para restringir demandas salariais inflacionárias de trabalhadores e aumentos das margens de lucro das firmas” (Davidson 1994, p. 146).

De acordo com Oreiro, Paula e Squeff (2009), O regime de metas de inflação da forma como é conduzido é incompatível com a teoria pós-keynesiana, pois algumas premissas da teoria que o fundamentam entram em desacordo com sua base teórica. De acordo com os autores essa idéia não é compartilhada pelos pós keynesianos pois:

1) o sistema é baseado na teoria quantitativa da moeda, mais especificamente, no axioma da neutralidade da moeda, ao mesmo tempo que admite a existência de

uma taxa natural de desemprego determinado pelo lado da oferta independente da política monetária;

2) O sistema assume que a inflação é em maior parte decorrente da demanda agregada.

Nas palavras dos autores podemos verificar a diferença da origem da inflação:

“Outro ponto de divergência dos economistas PK com relação ao RMI está relacionado à natureza do processo inflacionário. Para os pós-keynesianos, uma situação de excesso de demanda agregada só pode produzir uma pressão alista nos índices de preços no mercado à vista (spot) (Davidson, 2006, pp. 693-694). Se os preços do mercado à vista são mais elevados do que os preços no mercado futuro (forward), um ajuste de quantidade irá ocorrer, de modo a garantir a eliminação da inflação produzida pelo excesso de demanda (Ibid, p. 697). Preços no mercado futuro, no entanto, não são influenciados pelas condições de demanda, mas determinado pelo fluxo de oferta dos bens e serviços, que dependem das margens de lucro desejadas pelos empresários e de salário real desejadas pelos sindicatos. Isto significa que um persistente aumento do nível de preços só pode ocorrer como resultado de um conflito distributivo entre salários e lucros.” (Oreiro, Paula e Squeff 2009 p.7)

Embora haja divergências entre os fundamentos, alguns autores propõe uma certa compatibilização entre a teoria pos keynesiana e o regime de metas de inflação. Segundo Oreiro, Paula e Squeff (2009) é possível adotar um modelo mais flexível para o regime de metas de inflação, o qual diminuiria os custos reais ligados a utilização da taxa de juros ou reduziria a necessidade de mudanças na taxa de juros para atingir a meta de inflação. Segundo os autores, para esse modelo, os principais aspectos seriam:

- 1) Intervalo de tolerância em torno de um ponto central, ao invés da fixação de uma meta pontual, com a utilização de bandas;
- 2) Um índice de preços com expurgo daqueles itens considerados sensíveis a choques de oferta, no lugar de se adotar um índice de preços cheio;
- 3) A fixação de períodos mais longos para alcançar a meta determinada;
- 4) A determinação da taxa de juros com um maior grau de discricionariedade em vez de se basear em regras pré-estabelecidas.
- 5) Utilização de outras políticas como instrumento complementar para o controle da inflação, políticas que complementem outros tipos de inflação com causas diferentes com instrumentos diferentes.

De acordo com Palley (2006), o modelo de Regime de Metas Inflação, para se tornar mais flexível e adequado a economia real deveria incorporar uma curva de Phillips baseada em *backward bending long-run Phillips curve*. De acordo com o

autor, em níveis de inflação baixa, a inflação pode “lubrificar” a acomodação do mercado de trabalho através da facilitação do ajustamento de preços e salários nos setores com desemprego, criando uma relação negativa entre desemprego e inflação. O objetivo da política monetária, passaria de somente controlar a inflação para manter a inflação no nível ótimo para lubrificação e o desemprego no nível mínimo. De acordo com os autores, percebe-se uma nítida diferença no objetivo da condução da política monetária, para os pós-keynesianos, a importância de se manter o nível de emprego da economia é um fator crucial para a condução da política monetária, ao mesmo tempo podemos ver que o regime de metas de inflação tem um foco literal no controle de preços.

4.2 ANÁLISE DO EFEITO DOS JUROS NA ECONOMIA

De acordo com Lopes, Mollo e Colbano (2012) em sua crítica a regra de Taylor, dado que o hiato de produto ocorre quando o produto efetivo supera em termos numéricos o produto potencial, ele pode ser reduzido através da utilização de uma alta taxa de juros, assumindo a neutralidade da moeda, o produto efetivo é reduzido, contudo o produto potencial é inalterado. Dado que segundo a regra de Taylor, o mecanismo de transmissão depende do hiato do produto. De acordo a teoria ortodoxa, o aumento do juros deprime o produto efetivo, isso representaria uma redução na demanda agregada, que por sua vez causaria uma tendência a redução do nível de preços. De acordo com os autores é justamente isso que se espera de acordo com a teoria ortodoxa, contudo de acordo com o pressuposto de pleno emprego dos fatores de produção, que é aceito pela teoria, não pode ser alterado por variáveis monetárias pois de acordo com a teoria a moeda é neutra, então, o produto potencial pode cair ou até mesmo crescer numa proporção menor ao produto efetivo, mesmo quando a taxa do juros sobe. De acordo com o autor, nessa situação o hiato do produto não deve ser tratado de através da política monetária, mais estritamente através da regra de Taylor, pois nessa situação haveria certa resistência do hiato do produto a queda e a taxa de juros muito elevada

provocaria um baixo efeito para um alto custo social, no caso redução de investimento, emprego e produção.

Na citação dos autores:

(...)”O aumento da taxa de juros básica estimula a preferência pela liquidez dos poupadores, atraindo recursos para títulos públicos e impedindo o funding dos investimentos de média e longa maturação. Isso ocorre porque quando as taxas de juros dos títulos de curto prazo são altas, a taxa para atrair poupanças para títulos de médio e longo prazos para consolidar os investimentos (funding) tem que ser mais alta ainda, porque precisa conter o prêmio de liquidez. Essas taxas de juros não conseguem, por outro lado, ser compensadas pelas eficiências marginais dos capitais para muitos investidores, e o investimento é, por essa razão, inibido.” (LOPES, MOLLO e COLBANO, 2012, p. 288).

Os autores Lopes, Mollo e Colbano (2012) fizeram um estudo sobre as influências da taxa de juros, de acordo com a regra de Taylor, sobre o hiato do produto e IPCA (que é base de cálculo para inflação no Brasil).

Foram feitos testes de causalidades e Vetores Auto Regressivos para refutar a idéia de que o juros é a ferramenta ideal de controle de inflação.

De acordo com o estudo dos autores foram encontrados que:

1) Para o IPCA, a estimação do modelo VAR, com a aplicação dos testes de causalidade de Granger o estudo indica que a taxa de juros (SELIC) tem causalidade sobre a variação da inflação (IPCA), os resultados mostram que a influencia chega a 44,7% de acordo com a tabela 4 do trabalho:

Tabela 4: Decomposição da variância – D(IPCA)

Período	D(IPCA)	D(PIND_EFETIVO)	D(POTENCIAL)	D(SELIC)
1	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000
5	55.67124	0.779392	5.606737	37.94263
10	49.44143	1.130972	5.430509	43.99709
12	48.44403	1.160348	5.679458	44.71616

Fonte: Lopes, Mollo e Colbano (2012)

2) Para o Hiato do produto, Foi visto que dada probabilidade inferior a 10%, a SELIC não causa produto efetivo no teste de Granger de acordo com a tabela 5. Os autores mostram que a taxa de juros (SELIC) é importante para explicar a produção industrial (produto efetivo) em 12 meses, o juros explica 8% da variância de erros do produto efetivo. De acordo com a tabela 6

Tabela 5: Teste de causalidade no sentido de Granger

Variável dependente: D(PIND_EFETIVO)	
Hipótese Nula	Probabilidade
D(IPCA) não causa, no sentido de Granger, D(PIND_EFETIVO)	0.3800
D(POTENCIAL) não causa, no sentido de Granger, D(PIND_EFETIVO)	0.0959
D(SELIC) não causa, no sentido de Granger, D(PIND_EFETIVO)	0.0014

Fonte: Lopes, Mollo e Colbano (2012)

Tabela 6: Decomposição da variância – D(PIND_EFETIVO)

Período	D(IPCA)	D(PIND_EFETIVO)	D(POTENCIAL)	D(SELIC)
1	0.128213	99.87179	0.000000	0.000000
5	2.982829	83.14331	5.953148	7.920713
10	4.302015	81.54246	6.155152	8.000372
12	4.313700	81.49751	6.156729	8.032064

Fonte: Lopes, Mollo e Colbano (2012)

Já no Produto Potencial é mostrado que as variações na taxa de Juros(SELIC) não afetam o Produto potencial, como podemos ver na tabela 7:

Tabela 7: Teste de causalidade no sentido de Granger

Variável dependente: D(POTENCIAL)	
Hipótese Nula	Probabilidade
D(IPCA) não causa, no sentido de Granger, D(POTENCIAL)	0.1398
D(PIND_EFETIVO) não causa, no sentido de Granger, D(POTENCIAL)	0.3795
D(SELIC) não causa, no sentido de Granger, D(POTENCIAL)	0.0012

Fonte: Lopes, Mollo e Colbano (2012)

3) Taxa de Juros, neste teste o autor encontra que a taxa de juros somente sofre influencia na inflação, o que corrobora parte do sistema baseado na regra de Taylor. Podemos ver de acordo com a tabela 9

Tabela 9: Teste de causalidade no sentido de Granger

Variável dependente: D(SELIC)	
Hipótese Nula	Probabilidade
D(IPCA) não causa, no sentido de Granger, D(SELIC)	0.0008
D(PIND_EFETIVO) não causa, no sentido de Granger, D(SELIC)	0.9133
D(POTENCIAL) não causa, no sentido de Granger, D(SELIC)	0.8107

Fonte: Lopes, Mollo e Colbano (2012)

De acordo com o autor, o trabalho mostra as principais variáveis do mecanismo de transmissão da regra de Taylor, os testes conseguem provar que a variação da inflação até pode ser explicada pela taxa de juros, conforme diz a regra, contudo de acordo com as outras variáveis não é possível chegar a um consenso. Não foi possível a chegar a resultados satisfatórios da influência da taxa de juros sobre o hiato do produto. Nas palavras dos autores:

“No segundo VAR, vimos que o teste de causalidade de Granger torna discutível o aumento da taxa de juros para reduzir o hiato de produto, uma vez que não é possível rejeitar a hipótese nula segundo a qual a taxa de juros não causa no sentido de Granger o aumento do hiato de produto. Assim, nossa preocupação é que a leitura equivocada desse resultado leve a outros aumentos da taxa de juros para reagir à resistência do hiato de produto à queda. O equívoco, nesse caso, estaria em que ele não cai porque o produto potencial caiu, e não porque o produto efetivo continua crescendo. Assim, novos aumentos não surtem o efeito desejado, embora tenham um custo social elevado em termos de crescimento e emprego.” Lopes Mollo e Colbano (2012 p.297)

Dezordi (2004), mostra em sua dissertação de mestrado o desenvolvimento da taxa de juros no Brasil de 1999 a 2004, anos iniciais da utilização do regime de metas de inflação no Brasil, a fim de avaliar os efeitos causados pela política monetária adotada. O autor faz a regressão através do método de mínimos quadrados da equação que corresponde a regra de Taylor (Equações 4 citada no capítulo 2 deste trabalho), de acordo com os dados do Brasil no período trimestral de 1999-2001 - 2002-2004. Os Resultados obtidos foram:

TABELA 4.1 - REGRA DA POLÍTICA MONETÁRIA: ESTATÍSTICA DESCRITIVA PARA A ECONOMIA BRASILEIRA

VARIÁVEL	1999-2001-2002-2004	1999-2001-2002-2004	1999-2001-2002-2004
	sem defasagem do y Coeficiente ^(*)	y defasado em t-1 Coeficiente ^(*)	y defasado em t-2 Coeficiente
Constante	-0,796	-1,580	-1,647
$(\pi - \pi^*)$	1,132	1,189	0,830
y	-0,361	0,367	0,798
R ² ajustado	0,40	0,40	0,54
Durbin-Watson	1,791	1,741	1,878
SSR	0,010	0,010	0,008
Akaike	-3,658	-3,656	-3,923
Schwarz	-3,537	-3,535	-3,802
F-Estatística	4,747	4,731	7,550

NOTA: Os coeficientes das variáveis g e h da equação (4.3) foram estimados pelo método dos mínimos quadrados. Os dados sobre a inflação e hiato do produto foram obtidos a partir da tabela 6, assim com a taxa Selic.

(*) Heterocedasticidade corrigida pelo método de White.

Fonte: Dezordi (2004)

De acordo com Dezordi (2004) a estimativa que mais se encaixa de acordo com a equação da regra de Taylor é a regressão com y defasado em $t-2$, pois nessa regressão é possível ver a influencia do hiato negativo sobre redução da taxa de juros Selic, dado que se observa tal influência após 2 trimestres consecutivos. O autor encontra, na regressão y defasado em $t-1$, que o IPCA explica mais a política monetária adotada do que o emprego e o produto, ou seja, mostra muito mais o foco em se controlar o IPCA em vez de fomentar o produto e o emprego. O autor também afirma que taxa de juros não responde a evolução do produto do mesmo período ao contrario do que era esperado. Nas palavras do autor:

“(…), as três regressões destacam que se a inflação observada for igual à meta e o hiato do produto for igual a zero a taxa de juros é reduzida (as constantes são negativas). Outro ponto importante observado nas regressões foi o valor positivo para o parâmetro h . Isso mostra que mesmo com aumento da inflação a taxa de juros reais não cai, pois os juros nominais compensam a perda da remuneração real do capital. (...) a taxa de juros reais na economia brasileira permaneceu elevada até mesmo em períodos de inflação alta, como ocorrido no ano de 2001 e 2002, corroborando com o resultado das regressões” Dezordi (2004)

Percebe-se, de acordo com os estudos de Dezordi (2004) corroboram os dados apresentados por Mollo (2012), embora trabalhem com períodos diferentes e os métodos sejam outros, o resultado apresentado em relação em relação ao juros é De acordo com os estudos, podemos ver que a política monetária conduzida através do regime de metas de inflação, com base no estudo dos autores, consegue atingir parcialmente o efeito desejado, contendo o processo inflacionário, ou seja, a taxa de juros Selic tem efeito sobre o IPCA, contudo não temos o efeito esperado sobre o hiato do produto, bem como a resposta dessas variáveis ao juros não foi como a esperada. Foi visto também, no trabalho do Dezordi (2004), que a condução da política monetária no Brasil é tem grande interferência da variável IPCA, confirmando as intenções de viés não inflacionário adotado pelo banco central.

5 CONCLUSÃO

Neste trabalho, foram apresentados os conceitos fundamentais da teoria que fundamenta o sistema de metas de inflação, viu-se também como funciona os mecanismos de transmissão e como foi implantado tal sistema no Brasil. Foram apresentadas críticas aos fundamentos teóricos e operacionais do regime de metas de inflação, com ênfase utilização dos juros para conter o processo inflacionário. O regime de metas de inflação se apoia em conceitos macroeconômicos microfundamentados difíceis de serem quantificados e por isso mesmo não são aceitos unanimemente por outras correntes do pensamento econômico, principalmente a pós-keynesiana. O regime de metas de inflação não dá a devida importância à política monetária, pois é utilizada principalmente para cumprir uma meta de inflação. A política monetária pode e deve ser utilizada para estimular a economia, para promover o crescimento econômico e contribuir para a geração de empregos. Viu-se que para os pós-keynesianos a moeda não é neutra nem no longo prazo, a taxa de juros de certa forma consegue controlar parcialmente o nível de preços, contudo acaba gerando um custo social, pois existem efeitos negativos no produto da economia. Além de gerar impactos nocivos no produto, por consequência trás efeitos negativos para o nível de emprego.

O principal objetivo foi trazer uma discussão entre os fundamentos teóricos do regime de metas de inflação através de uma abordagem pós-keynesiana. Foi possível verificar que a inflação, para os pós-keynesianos tem origem no conflito distributivo, que suas causas são diversas e um controle adequado vai muito mais além do que é proposto no regime de metas de inflação. Como o regime de metas de inflação trata apenas da inflação de demanda, e como vimos esse efeito só é visto no curto prazo, de acordo com a teoria pós-keynesiana não é uma ferramenta adequada de controle e não traz uma política monetária satisfatória.

A principal limitação deste trabalho foi utilizar poucos autores pós-keynesianos. Tendo em vista que há a teoria pós-keynesiana é heterogênea, uma revisão bibliográfica mais extensa poderia contribuir para uma pesquisa ainda mais consistente. Também é necessário um aprofundamento na análise em outras variáveis que não o juros para maior entendimento da política econômica de acordo com a teoria pós-keynesiana.

6 REFERÊNCIAS

MISHKIN, Frederic. **International experiences with different monetary policy regimes**. NBER Working paper series, Massachusetts, p. 1-46, 1999.

ARAUJO, A L. Z. **Avaliação crítica do regime de metas de inflação a partir de uma ótica pós-keynesiana**. Revista de Análise econômica v. 31, n. 60 Porto Alegre 2013

BODGANSKI, J; TOMBINI, A. ; WERLANG, S. **Implementing Inflation Targeting in Brazil**. Working paper series, Brasília, n. 1, Julho 2000,pp. 1-29.

BRASIL. Decreto-lei n. 3088, de 21 de junho de 1999. Diário Oficial [da] da República Federativa do Brasil, Brasília, Diário Oficial de 21 de junho de 1999. http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/D3088.htm

CARVALHO, F.C . **Políticas econômicas para economias monetárias**. Revista de Economia Política, vol. 17, nº 4, 1997.

DAVIDSON P. **Can, or should, a central bank inflation target?** Journal of Post Keynesians Economics. v. 28, n. 4, pp. 689-703, Summer 2006.

DEBELLE, G. **Inflation targeting and output stabilisation**. Julho 1999, Research Discussion, Paper Reserve Bank of Australia.

DEZORDI, Lucas L. **A Condução da política monetária brasileira no regime de metas de inflação: uma abordagem teórica** Dissertação (Mestrado em Desenvolvimento econômico) - Setor de Ciências Sociais aplicadas, Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2004.

KEYNES, John M., Johnson Elizabeth. and Moggridge, Donald. **How to pay for the war**. Royal Economic Society, 1978 The Collected Writings of John Maynard Keynes Volume 9, Essays in Persuasion.

KEYNES, John M. **A Tract on Monetary Reform**. London, Macmillan (The Collected Writings of John Maynard Keynes, vol. 4), 1971.

KEYNES John M. **A teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda.** Série Os Economistas. Editora Nova Cultural 1996. São Paulo – SP

LOPES, Mariana L. M. MOLLO, Maria R.; COLBANO, Fabiano. **Metas de inflação, regra de Taylor e neutralidade da moeda: uma crítica pós-keynesiana.** Rev. Econ. Polit. vol.32 no.2 São Paulo Apr./June 2012.

MODENESI André de M. **Regimes Monetários: teoria e a experiência do real** – Barueri: Manole, 2005.

OREIRO, J. L.; NEVES, A, L. **O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica.** Ensaios FEE, v. 29, n. 1, PP.101-132, Porto Alegre, junho 2008.

OREIRO, José. L.; PAULA, Luiz. F.; SQUEFF, Gabriel. C. **Flexibilização do regime de metas de inflação em países emergentes: uma abordagem pós-keynesiana.** Rio de Janeiro, Editora FGV, 2009, pp. 319-348.

PALLEY, T. **Post Keynesian Economics: Debt, Distribution and the Macroeconomy.** Palgrave, New York, 1996.

SICSÚ, João. **Políticas Não-Monetárias de Controle da Inflação: uma proposta pós-keynesiana.** Revista Análise Econômica, 21 115-136, Rio de Janeiro,2003.

TAYLOR, J. B. **Discretion versus policy rules in practice.** Stanford University, Stanford, CA Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy