

# **Regra monetária sob metas de inflação e mecanismo de formação de preços: é possível conciliar crescimento com estabilidade de preços?**

*Gabriel Caldas Montes\**  
*Carmem Aparecida Feijó\*\**

## **1. Introdução**

O maior dilema hoje da economia brasileira é como conciliar crescimento com estabilidade de preços. O sucesso do controle da inflação a partir de 1994, depois de anos de convívio com elevadas taxas de crescimento dos preços e vários planos de estabilização mal sucedidos, não trouxe o tão esperado ciclo de prosperidade. Verificou-se, entretanto, uma contrapartida negativa ao processo de estabilização da inflação: a estimativa de taxa de crescimento do produto potencial decresceu drasticamente e passou a girar em torno de 3,5%, acompanhada de taxas de desemprego relativamente elevadas – contra uma taxa de 7% que teria vigorado na década de setenta. O propósito desse texto é discutir, do ponto de vista teórico, em que medida a política de meta de inflação, guiada pela adoção de uma regra de conduta, contribui para o baixo crescimento econômico.

Atualmente diversos países, dentre eles o Brasil, utilizam o regime de metas para a inflação como principal guia de condução da política monetária. Seus proponentes advogam que esse regime resulta em uma melhor e mais crível maneira de conduzir a política monetária, levando a um maior nível de transparência e responsabilidade da autoridade monetária, além de se tornar com o tempo na melhor âncora para as expectativas de inflação.<sup>1</sup>

O regime de metas de inflação no Brasil foi adotado a partir de 1999, quando o regime cambial passou de fixo (ou semi-fixo, com bandas cambiais) para flutuante na tentativa de serem prevenidas as crises associadas ao arranjo câmbio fixo e volatilidade dos fluxos de capitais. O novo arranjo adotado – metas de inflação, câmbio flexível e livre mobilidade dos fluxos de capitais – foi concebido como uma tentativa de compatibilizar a preservação da plena liberalização financeira com a manutenção da taxa de inflação em um patamar baixo e estável. Contudo, o arranjo apresenta um significativo atributo negativo para a economia brasileira: a volatilidade dos fluxos de capitais se traduz em volatilidade das taxas nominal e real de câmbio que se reverte em alterações dos preços relativos produzindo efeitos adversos sobre o investimento e o crescimento econômico.

A Tabela 1 ilustra os resultados de inflação e crescimento para o período 1999-2006<sup>2</sup>. Para os anos de 2001, 2002 e 2003 a inflação observada ficou acima do limite superior de

---

. Doutorando em Economia UFF e bolsista CAPES

\*\* Professora da UFF e pesquisadora CNPQ.

<sup>1</sup> Para um estudo comparativo acerca das evidências empíricas sobre o sucesso do regime de metas de inflação, ver Angeriz e Arestis (2006). Nesse artigo os autores que levantam a seguinte questão: Teria o regime de metas de inflação alguma influência sobre a inflação? O trabalho mostra que os resultados empíricos são controversos.

<sup>2</sup> Para os anos de 1999, 2000, 2001, 2002 e 2006 foram estabelecidos desvios de 2.0 % de tolerância acima ou abaixo da meta, no ano de 2004 esse intervalo de tolerância foi de 2.5 %. Embora tenha sido estabelecida pelo CMN uma meta de 4.5 % para 2005 com tolerância de 2.5 % para cima ou para baixo, o banco central

tolerância, sendo as metas completamente descumpridas. Em 1999, 2000, 2004, 2005 e 2006, embora as metas não tenham sido cumpridas de maneira pontual, a inflação observada ficou dentro do intervalo de tolerância, tendo sido os anos de 2000, 2005 e 2006 considerados os melhores resultados. Em termos de crescimento econômico, as taxas anuais de variação real do PIB mostram que o ritmo de expansão da economia foi bastante baixo, apresentando um crescimento médio para o período 1999-2005 de 2,3 %.

Tabela 1: Meta de inflação, inflação observada e taxa de crescimento do PIB%

ANO	Meta de Inflação	Inflação Observada	Variação Real do PIB
1999	8,0	8,94	0,79
2000	6,0	5,97	4,36
2001	4,0	7,67	1,31
2002	3,5	12,53	1,93
2003	8,5	9,30	0,54
2004	5,5	7,60	4,94
2005	5,1	5,69	2,28
2006	4,5	3,14	

Fontes: Banco Central do Brasil (Meta de inflação e Inflação Observada IPCA) e IPEA (Variação real do PIB %)

O regime de metas de inflação tem sido aplicado baseado na manipulação de um único instrumento de controle da inflação – a taxa de juros – sob o argumento de que é necessário persistir em regras fixas, para que a autoridade monetária conquiste reputação, a política ganhe credibilidade e seja transparente, e com isso faça convergir a taxa de inflação para a meta. A insistência no uso desse instrumento traz consequências negativas para a formação de expectativas sobre o potencial de crescimento da economia.

Dada essa introdução, o presente trabalho tem como objetivo analisar a seguinte questão: o regime de metas de inflação induz a resultados indesejados em termos de crescimento econômico ou seria a regra que orienta a condução da política monetária limitada, induzindo, assim, a economia a um constante estado de semi-depressão? Para responder a questão, o trabalho se divide da seguinte maneira: a seção dois discute a política monetária sob o regime de metas, a seção três apresenta o processo de formação de preços, segundo a abordagem pós keynesiana, onde o mark up é entendido como uma variável estratégica para a firma; e, na última seção são apresentadas as considerações finais acerca do trabalho, destacando que o entendimento do processo de formação de preços pela firma é fundamental para se entender a eficácia da política monetária.

## 2. Política Monetária sob o Regime de Metas de Inflação

O diagnóstico de inflação, supondo a hipótese de neutralidade da moeda no longo prazo, conduz a política monetária para o regime de regras, preocupada exclusivamente com os

---

informou que iria perseguir uma meta de 5.1 %. Em 2003, a meta de inflação foi ajustada para 8.5 % sem intervalos de tolerância.

resultados referentes ao comportamento da inflação, conferindo pouca ou quase nenhuma atenção ao produto e a renda. Nesse sentido e particularmente para o caso brasileiro, o que vem se verificando é o resultado pouco expressivo em termos de crescimento econômico, tendo a inflação e as expectativas de inflação que serem controladas a duras penas impostas pela regra de política monetária.<sup>3</sup>

A presente seção trata de apresentar os fundamentos e os principais atributos do regime de metas de inflação, enfatizando a condução da política monetária por meio de uma regra. A principal crítica não se encontra relacionada a adotar ou não metas para a inflação – explícitas ou implícitas – mas sim, à regra de política monetária que se utiliza somente de manipulações da taxa de juros, e que por sua vez, ignora os determinantes do processo de formação de preços, os determinantes (de um modo geral) do comportamento da inflação e a influência da política monetária sobre o lado real da economia. A crítica reside, em última instância, na questão envolvendo a subutilização da política monetária, sustentada pelo princípio da neutralidade da moeda

## **2.1 Teoria e Atributos do Regime: Visão Convencional**

Considerando a influência exercida pelas expectativas de inflação sobre a inflação efetiva e, a influência exercida pela política monetária sobre essas expectativas, é possível argumentar em termos práticos a favor da utilização do regime de metas de inflação como forma de manter a inflação sob controle. Porém, o regime de metas de inflação por si só não é suficiente para assegurar uma trajetória desejável para a inflação e/ou para as expectativas de inflação. É fundamental que a autoridade monetária atue por meio de políticas críveis, de maneira transparente e emitindo sinais aos agentes com base em sua força reputacional acumulada.

O regime possui como um dos principais atributos a fixação e o anúncio de uma meta quantitativa para a taxa de inflação dos períodos subsequentes, com a finalidade de servir como principal referência para o processo de formação de expectativas para a inflação e como principal guia para a condução da política monetária. É caracterizado pelo anúncio oficial de uma meta pontual para a taxa de inflação ou de um intervalo (banda) para flutuação da taxa de inflação e pelo explícito reconhecimento de que o principal objetivo da política monetária é com a manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável.<sup>4</sup>

---

<sup>3</sup> Na segunda metade do ano de 1999 o regime de metas de inflação foi implementado no Brasil. A partir de então, a autoridade monetária brasileira passou a ter como principal objetivo fazer com que o IPCA atingisse a meta preestabelecida – podendo contar com um intervalo de tolerância. Nesse sentido, começou a monitorar e buscar interferir nas expectativas de inflação formadas pelos agentes econômicos por meio da divulgação de relatórios que mostravam o comportamento da inflação, das atas dos encontros mensais realizados pelo COPOM, assim como, por meio da realização de pesquisas acerca das expectativas de inflação formadas por instituições financeiras e empresas de consultoria credenciadas, buscando, assim, aumentar a transparência do regime.

<sup>4</sup> Segundo Mishkin (2004), o regime de metas de inflação compreende cinco elementos fundamentais: “1) the public announcement of medium-term numerical targets for inflation; 2) an institutional commitment to price stability as the primary goal of monetary policy, to which other goals are subordinated; 3) an information inclusive strategy in which many variables, and not just monetary aggregates or the exchange rate, are used for deciding the setting of policy instruments; 4) increased transparency of the monetary policy strategy

Alguns dos benefícios argumentados em favor da adoção do regime de metas de inflação estão relacionados aos seus impactos sobre as expectativas de inflação e aos custos sobre o produto, o emprego e a renda atribuídos às políticas de desinflação. Sob esse regime, a autoridade monetária conduz a política monetária de maneira *forward-looking*, isto é, reagindo fortemente a mudanças nas expectativas de inflação e as pressões inflacionárias. Ou seja, a autoridade monetária busca, constantemente, influenciar as expectativas de inflação formadas pelo público de modo a fazer com que essas sejam levadas e induzam a inflação observada a convergir para a meta predeterminada. Os que advogam a favor desse regime argumentam que, com a sua adoção, a autoridade monetária irá possuir uma maior capacidade de influenciar as expectativas de inflação desde que atuem por meio de regras críveis<sup>5</sup> de política monetária. Sugerem, assim, que a condução da política monetária deve estar associada à perseguição de um único objetivo: atingir a meta de inflação, pois, no longo prazo, produto e emprego encontrar-se-ão em suas taxas naturais. Vale ressaltar que embora a política monetária tenha a meta pontual de inflação como principal objetivo, a estratégia, de fato, mais utilizada para a prática do regime de metas de inflação tem sido o anúncio de uma meta pontual com bandas de tolerância, o que confere certo grau de flexibilidade à política monetária.<sup>6</sup>

Sob o regime de metas de inflação, o controle da inflação no Brasil vem ocorrendo fundamentalmente por meio de manipulações da taxa básica de juros. A decisão por fixar a taxa básica de juros em um determinado nível é fortemente influenciada pelas expectativas formadas para a inflação e pelo comportamento observado para a trajetória de inflação. Nesse sentido, a autoridade monetária vem se utilizando da seguinte regra: manipula a taxa básica de juros em resposta aos desvios das expectativas de inflação e da própria inflação observada em relação à meta de inflação, com intuito de fazer convergir tanto uma quanto a outra novamente para a meta.

Apesar de algumas importantes diferenças existentes quanto ao regime de metas de inflação a ser adotado – se meta pontual ou com intervalo de tolerância; se utilização do índice cheio ou do núcleo e etc. – os proponentes desse regime compartilham de uma mesma crença acerca do processo inflacionário: a inflação é sempre um fenômeno estritamente determinado pela demanda. Sendo assim, geralmente ignoram pressões inflacionárias explicadas pelos custos, argumentando que são fenômenos transitórios, que se anulam ao

---

through communication with the public and the markets about the plans, objectives, and decisions of the monetary authorities; and 5) increased accountability of the central bank for attaining its inflation objectives

<sup>5</sup> Sob a ótica do arcabouço teórico que sustenta esse regime, uma política crível é resultado de dois tipos de credibilidade: (i) a operacional, referente à habilidade de o banco central fazer uso da política monetária, de modo a fazer com que a meta de inflação anunciada seja cumprida; e, (ii) a política, que reflete o temor dos investidores em relação à probabilidade do regime monetário mudar, por conseguinte, levando a busca da estabilidade de preços a deixar de ser prioridade para a condução da política monetária.

<sup>6</sup> Entretanto, por mais que uma banda mais larga represente maior flexibilidade e maior probabilidade de a meta ser alcançada, quando a autoridade monetária não atua de maneira transparente e não possui reputação – quando as incertezas aumentam na economia – prejudica a formação de expectativas de inflação dos agentes econômicos que tendem a formá-las à margem da banda superior. Nesse sentido, além da política monetária ser conduzida de maneira mais austera, verificar-se-á uma maior demora para o alcance da estabilidade de preços, o que por outro lado representarão outros resultados macroeconômicos inferiores – como os verificados para emprego e produto – com flutuações indesejadas.

longo do tempo, dedicando, portanto, atenção ao hiato do produto – sendo esse o principal referencial para a existência de pressões de demanda.

Esquemáticamente pode-se representar a seqüência de efeitos da política monetária sobre as firmas, quando a economia se encontra sob o regime de meta de inflação baseada em regra e as expectativas de inflação se alteram, da seguinte maneira:

Se há expectativa de aumento da inflação porque o hiato do produto diminui → aumenta-se a taxa básica de juros → firmas contraem produção e preços

Se há expectativa de queda da inflação porque o hiato do produto aumenta → reduz-se a taxa básica de juros → firmas aumentam produção e mantêm preços

Para a economia como um todo, manipulações na taxa básica de juros implicam mudanças no grau de liquidez da economia, com efeitos importantes sobre o financiamento de planos de investimento em ativos fixos. Assim, baixos níveis de investimento, por longos períodos de tempo, levam a uma redução no potencial de crescimento da economia, fazendo com que breves períodos de aquecimento reduzam rapidamente o hiato do produto, provocando uma reação da política monetária que compromete ainda mais o potencial de crescimento.

## **2.2 Política Monetária Pós-Keynesiana e Metas de Inflação**

Sob a hipótese da não neutralidade da moeda, a política monetária é eficaz em alterar tanto variáveis nominais quanto variáveis reais<sup>7</sup>. Nesse sentido, entende-se a política monetária como desempenhando o papel de estabilização de variáveis nominais e estimulando emprego e produto, criando um ambiente propício para as decisões de investimento na economia.

Da mesma forma que na visão convencional o canal de expectativas é tido como um dos mais importantes para a atuação da política monetária,<sup>8</sup> ou seja, na visão pós keynesiana, a política monetária também exerce o papel de orientar expectativas. Porém, conforme aponta Carvalho et al. (2000, p. 171) “a eficácia da política monetária não depende exclusivamente da utilização dos seus instrumentos, mas é função, fundamentalmente, das avaliações sobre contextos futuros feitas pelos agentes econômicos”. Essas avaliações levarão em conta o crescimento potencial futuro da economia, variável determinante na alocação de recursos reais e financeiros de longo prazo pelos agentes econômicos.

Oreiro e Passos (2005) listam três requisitos que devem ser observados para que a política monetária seja eficaz: (i) deve haver uma clara separação entre a autoridade responsável pela fixação das metas e a autoridade responsável pela obtenção das metas, (ii) as metas devem refletir adequadamente as preferências da sociedade, e, (iii) a fixação da taxa básica

---

<sup>7</sup> A política monetária que tem como objetivo estimular o crescimento econômico deve induzir os agente a trocarem liquidez por iliquidez, assim como, a trocarem rendimentos de juros por lucros.

<sup>8</sup> Para maiores detalhes acerca dos mecanismos de transmissão monetária, ver: de Mendonça (2001), Berk (1998), Mishkin (1995) e Taylor (1995).

de juros deve ser feita com base em expectativas inflacionárias de agentes que possuam poder efetivo de fixação de preços.

Nessa perspectiva, a autoridade monetária deve levar em consideração o fato de que as expectativas formadas pelos diferentes agentes econômicos trazem implícitos os interesses participativos desses agentes referentes ao processo de distribuição da renda. Como, sob o regime de metas de inflação, as expectativas de inflação afetam a condução da política monetária, os agentes com intuito de influenciarem a política monetária e, assim, promoverem redistribuições de renda em seus próprios benefícios, formam expectativas de modo a exercerem influência sobre a autoridade monetária e, com isso, atenderem seus interesses. Um regime de metas de inflação que leve em consideração esse efeito deve, conforme sugerem Oreiro e Passos (op. Cit.) considerar tanto as expectativas formadas pelos agentes que operam no sistema financeiro, como também, as expectativas de inflação formadas por outros setores de atividade e também a academia. A sugestão que propomos é pela necessidade – por parte da autoridade monetária – de empregar um esquema de ponderação quando forma suas próprias expectativas com base nas expectativas dos demais agentes.

Quanto mais rapidamente a autoridade monetária for bem sucedida em instaurar um ambiente estável de preços, reduzindo tanto a variabilidade da inflação quanto a própria taxa, supõe-se que as condições ideais que levarão a um processo de crescimento econômico desejado e sustentável, com reduzida variabilidade do produto, estarão criadas. No entanto, considerando a não-neutralidade da moeda, a utilização de uma regra – como a de Taylor (1993) – embora seja capaz de proporcionar a convergência das expectativas de inflação e da própria inflação para a meta, em uma situação onde existe capacidade ociosa, pode induzir a economia a conviver com constantes taxas de crescimento abaixo daquelas desejadas pela sociedade, devido ao ambiente desfavorável criado para as decisões de investimento.

Com base na visão pós keynesiana, sugere-se que a regra de combate à inflação por meio de manipulações da taxa básica de juros orientada pelos desvios da inflação e das expectativas de inflação em relação à meta, ignora as origens do processo inflacionário, e pode se tornar uma ameaça para a própria autoridade monetária, criando uma “armadilha de credibilidade”. Ou seja, a credibilidade da política monetária não deve ser analisada somente como sendo capaz de promover a estabilidade da inflação. Pelo fato de ser capaz também de afetar o lado real, sua constante utilização pode levar a perda de credibilidade quando necessária para estimular a economia por meio do canal das expectativas, quando a inflação já estiver baixa e estável.

Dessa maneira, a autoridade monetária cria a seguinte reputação: toda vez, independente do motivo, que a inflação e as expectativas de inflação se desviarem da meta, a autoridade monetária irá atuar por meio de manipulações na taxa de juros, induzindo, assim, os agentes a formarem expectativas para a inflação convergentes para a meta. Paralelamente é criada, também, a reputação de ser uma instituição isenta de responsabilidades relacionadas ao estímulo do emprego, do produto e da renda da economia, o que por sua vez, induz os agentes a formarem expectativas pessimistas quanto à eficácia da política monetária em afetar positivamente o lado real.

A utilização desse tipo de regra, de fato, é capaz de reduzir a inflação, no entanto, ao custo de uma redução da demanda agregada, que por algumas vezes pode não ter sido o foco da pressão inflacionária. Uma crítica que pode ser feita ao pensamento convencional é que o problema não reside no dilema entre adotar o regime de metas de inflação ou não – ou, mantê-lo ou abandoná-lo – está, de fato, na adoção de uma regra de política monetária e na reputação que se busca criar para a autoridade monetária, em que isentam a autoridade monetária da totalidade de suas responsabilidades.

Uma contribuição do pensamento pós keynesiano ao debate sobre a eficácia da política monetária é buscar entender de que maneira a política monetária deve ser conduzida sob o regime de metas de inflação, dado que: (1) a moeda é não-neutra, possuindo a capacidade de afetar variáveis reais e nominais e (2) o processo inflacionário possui diferentes causas e não somente é iniciado por meio de pressões de demanda. Como vimos, nessa situação, a recomendação de uma regra, como a de Taylor, é limitada, sendo sua confiança questionável (Kozicki, 1999), pois, desconsidera as causas da inflação e os elementos determinantes e as estratégias estabelecidas pelas firmas para o processo de formação de preços.

Assim, para avançarmos nessa discussão, é importante entender como preços são formados em economias de mercado, dado que o processo de formação das expectativas ocorre em um ambiente de incerteza não probabilística. Veremos que nesse contexto a política monetária eficaz é aquela que opera como coordenador de expectativas sobre o crescimento sustentável da economia, ou seja, influenciando positivamente na formação de expectativas de longo prazo, que afetam a taxa de investimento produtivo.<sup>9</sup>

### **3. Teoria dos preços pós-keynesiana**

Na abordagem pós-keynesiana, o papel que os preços exercem em economias de mercado e as alterações que nele se verificam vão além do mecanismo de ajuste entre oferta e demanda. Os movimentos nos preços resultam “de um processo de arbitragem coletiva sobre a distribuição de uma produção dada, onde o elemento dinâmico básico é a mutabilidade dos desejos dos consumidores individuais no gozo de sua liberdade” (Kandir, 1989, p. 26). E ainda ressalta que “o processo de formação dos preços constitui, antes de mais nada, uma dimensão do processo de valorização dos capitais” (op. Cit., p 87).

Economistas pós-keynesianos<sup>10</sup> entendem que o processo de formação dos preços embute uma decisão das firmas quanto a sua estratégia de crescer considerando aspectos

---

<sup>9</sup> Como aponta de Mendonça (2001, p. 65): “Uma das principais características do regime de metas para a inflação é que essa estrutura não pode ser entendida como um caso de regra rígida. De forma diferente de simples regras políticas, as metas para a inflação permitem ao BCB o uso de modelos de estrutura e decisão em conjunto com todas as informações relevantes para determinar a ação política mais adequada para obter a meta anunciada. Além disso, há a vantagem de que o regime em consideração possibilita o uso de políticas discricionárias sem levar à perda de credibilidade”.

<sup>10</sup> Por exemplo, Minsky, 1986, 2004; Eichner, 1973, 1976, 1985; Shapiro, 1981; Shapiro e Sawyer, 2003; Kenyon, 1979; Harcourt e Kenyon, 1976; Wood, 1975; Kandir, 1989; Arestis e Milberg, 1993-94; Feijó, 1997; Nell, 1992

relacionados à percepção dos empresários quanto ao comportamento futuro dos custos de produção e financiamento, da demanda e da concorrência.<sup>11</sup> Conforme aponta Kandir (op. Cit., p. 88) “Os processos de decisão de preços, *mark-ups* desejados, quantidades produzidas, investimento e padrão de financiamento não são isolados. Ao contrário, constituem várias dimensões de um único processo de definição da estratégia de acumulação dos capitais particulares” Assim, as decisões de formação de preços não podem ser separadas nem do planejamento do investimento, nem do conflito distributivo entre trabalhadores e capitalistas (Eichner, 1976.)

### 3.1 Formação dos preços em economias de mercado

A abordagem pós-keynesiana considera os objetivos de crescimento estabelecidos pelas firmas nos vários mercados onde operam como centrais para explicar os movimentos que se observam nos preços. Os preços não são determinados somente por condições de mercado, são, também, determinados levando em conta as estratégias estabelecidas para que seus objetivos de longo prazo sejam alcançados. Nesse sentido, tanto o poder de formar preço da firma é enfatizado como, também, o uso desse poder, de modo a atender os interesses de crescimento e sobrevivência, no longo prazo. (Shapiro e Sawyer, 2003, p. 355). O preço, portanto, é uma variável estratégica que se modifica tanto por influência do mercado quanto por decisões tomadas pelas firmas para atingirem seus objetivos, considerando as expectativas de evolução do contexto macroeconômico.

Os objetivos estabelecidos pelas firmas são decisivos para a determinação da regra de *mark up*. Tanto o *mark-up* quanto os preços estão sujeitos a alterações conforme os interesses das firmas. Shapiro e Sawyer (2003, p. 358) afirmam que: “Prices do not necessarily change with the demand for products just as they do not necessarily change with the costs, and they do not so for the same reason: the price changes may not be in the interests of the firm”. Em alguns momentos, por exemplo, por mais que a firma possa se encontrar em uma situação com grau de liberdade suficientes para promover aumentos de preços, legitimados por pressões da demanda, sua decisão pode ser por não fazê-lo caso os resultados não sejam compatíveis com seus objetivos de longo prazo. A firma poderia estar, com essa atitude, aumentando lucros em um primeiro instante, contudo, dependendo do grau de concorrência, pode vir a perder fatias de mercado para firmas concorrentes.

Nesse sentido, as firmas, por meio de suas estratégias de formação de preços, são capazes de desenvolverem, expandirem e protegerem seus mercados, alterando, assim, sua lucratividade e seu grau de competitividade. O processo de crescimento da firma encontra-se tanto subordinado a sua lucratividade quanto ao nível de competitividade que possui. Como as políticas de preços assumidas pelas firmas são capazes de afetar tanto a sua lucratividade quanto a sua competitividade, os preços acabam por refletir os interesses das firmas ao invés de somente as condições das indústrias ou dos mercados que estejam

---

<sup>11</sup> A abordagem pós-keynesiana segue as considerações apresentadas por Penrose (1959) acerca dos objetivos estabelecidos pela firma e sua influência sobre a dinâmica das economias capitalistas. As firmas ao estabelecerem a busca por um crescimento contínuo e acelerado de sua estrutura de capital, como principal objetivo, estariam atuando de forma determinante para o processo dinâmico de crescimento e desenvolvimento de uma economia capitalista.



inseridas. A política monetária, ao influir no ritmo de expansão da economia também estará afetando os prognósticos da firma quanto às suas estratégias de crescimento.

Para os pós-keynesianos, a política de determinação dos preços é um dos componentes na geração de fundos necessários ao financiamento das despesas planejadas de investimento das firmas. De acordo com essa abordagem, existe uma forte relação estabelecida entre preços, lucros e investimentos. Eichner (1985), assim como Kalecki<sup>12</sup> (1952), se dá conta que os lucros representam a fonte principal de fundos utilizados para financiar os investimentos e para alavancar recursos no mercado financeiro. Portanto, os preços estabelecidos pelas firmas desempenham um papel fundamental no processo de crescimento da firma.<sup>13</sup>

Como decorrência desse raciocínio, o processo de determinação do *mark up* não deve ser visto como simplesmente explicado por condições de curto prazo associadas à demanda, como sugerem os modelos de formação de preços tradicionais, mas, sim, pelas necessidades de financiamento dos empreendimentos de longo prazo (Eichner, 1985, p. 165-166). Essas necessidades são definidas em função da percepção que os empresários têm quanto às condições e oportunidades de crescimento, fazendo com que cada firma escolha uma trajetória própria a ser seguida. Ou seja, são expectativas de ganhos de longo prazo que determinam a fixação do *mark up* no curto prazo.

De modo semelhante como são considerados na teoria tradicional, os lucros são reconhecidamente fundamentais para a teoria pós-keynesiana, contudo, não se configuram como um fim – como sugerem os modelos neoclássicos de maximização de lucros – mas sim, como um meio para a obtenção do seu objetivo fundamental, o crescimento.<sup>14</sup>

---

<sup>12</sup> De acordo com Kalecki (1952): “O consumo dos capitalistas em um certo período resulta de suas decisões baseadas nos lucros do passado”. Ele estabeleceu uma relação biunívoca entre lucros e investimento. Por um lado, atribuiu aos lucros a importância de ser a fonte principal de fundos utilizados para financiar os investimentos, nesse sentido, nada seria mais importante nesse processo de determinação dos lucros do que os preços que as firmas são capazes de cobrar. Sendo assim, os preços estabelecidos pelas firmas desempenham um papel central para o processo de crescimento e distribuição do produto e da riqueza. Por outro lado, seu modelo mostra que os lucros são determinados pelo investimento, mais precisamente pelas decisões passadas de investir.

<sup>13</sup> Eichner (1985, p. 123) sugere o seguinte: “All that is necessary is that, through some combination of market power and current levels of demand, firms be able to establish the margins above costs that will bring them sufficient net cash inflow, or savings, to finance their planned investment”. Contudo, ele atenta para o fato da impossibilidade de total geração de fundos internamente e, nesse sentido, para o papel que venha a desempenhar o sistema bancário no fomento dos planos de investimento: “Even if all the required funds cannot be generated internally, as long as the banking system is willing to extend credit the results will be the same: Business firms will be able to obtain the real resources they need to carry out their investment plans”

<sup>14</sup> De acordo com a abordagem pós-keynesiana, como apontam Shapiro e Sawyer (2003, p. 264): “although profit is the overriding objective of the firm – it could neither survive nor grow without it – its price do not maximize profit. And this is the case not only because the firm cannot foresee all the consequences of its actions and thus cannot know the price that will maximize profit. It is also because profit maximization assumes given cost and demand conditions, and neither the cost of products nor the demand for them is taken as given in the product pricing of the firm”.

Os fins específicos do empreendimento capitalista afetam fortemente o processo de formação de preços das firmas, tanto quanto afetam as dimensões temporais da estrutura desse processo. Embora a firma necessite gerar internamente os fundos suficientes que abastecem seu processo de crescimento, deve estar atenta, também, à necessidade de assegurar mercados suficientemente extensos que absorvam o potencial produtivo de seu aparato instalado. As margens de lucro, portanto, podem se alterar ao longo do tempo de acordo com as necessidades de serem assegurados os mercados, assim como de serem aceleradas as taxas de crescimento da firma. Por exemplo, a demanda por fundos que financiem o processo de acumulação exerce pressão altista sobre a margem de lucro da firma e sobre o mark up; ao passo que, um acirramento no grau de competitividade entre as firmas em um mesmo mercado pressiona a margem de lucro a se reduzir de modo a manter a participação da firma no mercado.

### 3.2 Preços e financiamento

Minsky (1986) aponta que a teoria dos preços neoclássica é limitada em explicar como os preços relativos se ajustam de modo a fazer com que mercados se equilibrem, pois são ignoradas as relações legítimas entre preços de ativos financeiros e de capital que devem ser satisfeitas de maneira a tornar o funcionamento da economia mais coerente. Adverte que, de acordo com a abordagem neoclássica, a única função dos preços é servir como um mecanismo determinante para o processo de alocação de recursos e de regulação da produção. Nesse sentido, argumenta que: “if the economy is to be coherent, prices must accomplish not only the resource allocation and output-rationing functions but also assure that (1) a surplus is generated, (2) incomes are imputed to capital assets (i.e., profits), (3) the market prices of capital assets are consistent with the current production costs of outputs that become capital assets, and (4) obligation on business debts can be fulfilled”. (op. Cit., p. 141)

Os determinantes do processo de formação de preços apresentados por Minsky (1986) considera que o sistema de preços deve estar voltado para gerar os lucros (ou *cash flows*) suficientes que liberem recursos para o processo de financiamento dos investimentos. As firmas devem, portanto, inserir em seus preços de oferta um montante que além de exceder os seus custos possa, também, gerar os fundos suficientes que sustentem ou valorizem os seus ativos de capital. Os preços, nesse sentido, não podem ser tratados como funções do processo de alocação de recursos e distribuição de renda somente, devem estar relacionados, também, a necessidade de geração de fundos que torne possível o processo de acumulação de capital, além de viabilizarem o pagamento de dívidas, induzirem e parcialmente financiarem os investimentos e possibilitarem que novas obrigações financeiras sejam aceitas (Minsky, 1986 p. 142).

O processo de formação de preços encontra-se, portanto, associado à habilidade, à capacidade e à possibilidade do empreendedor de aumentar a sua participação no processo de formação, distribuição e acumulação da riqueza. Ou seja, o processo encontra-se vinculado com o desejo de serem obtidos lucros cada vez maiores, pois esses traduziriam a busca pela acumulação crescente e acelerada da riqueza. A idéia do empreendedor que busca auferir lucros cada vez maiores é, portanto, que esses, quando gerados, sejam suficientes para, basicamente: 1) auxiliarem no processo de geração de fundos necessários

que possibilitem dar continuidade ao processo de acumulação de capital e geração de riqueza, e; 2) manterem ou aumentarem a participação da firma no processo de produção e absorção das riquezas geradas.

### **3.3 Comportamento do mark up e variações nos custos de produção**

Considerando que os preços são formados de maneira estratégica por meio de uma regra de *mark up* sobre os custos, dado um nível de produção considerado padrão (Davidson, 1972), Kenyon (1979, p. 39), propõe uma seqüência lógica para a determinação do mark up. Primeiro, a firma traça os planos futuros de investimento<sup>15</sup> com base na relação entre a taxa observada de utilização da capacidade instalada e alguma taxa desejada de utilização – essa taxa desejada será tal que a firma esteja apta a atender a um aumento repentino da demanda pelo seu produto; em seguida, a firma irá escolher o *mark up* que irá permitir reter os lucros necessários ao cumprimento de suas obrigações e atendimento de seus objetivos. A firma irá manter ou alterar seu preço de acordo com as condições de demanda indicadas pela utilização da capacidade instalada e de acordo com as oscilações observadas nos custos em torno de um nível considerado normal.

Por esse raciocínio, embora formados considerando os custos, os preços não são determinados exclusivamente pelos custos. Não existe um mecanismo de transmissão automática de variações nos custos para os preços, isto é, os preços dependem do *mark up* (uma decisão estratégica), assim como dos custos. Com isso, quando os custos se alteram, não necessariamente os preços se alteram, o *mark up* sobre os custos pode se alterar ao invés dos preços.

Os preços irão sofrer alterações se essas servirem ou forem esperadas de servir aos interesses da firma. Embora um aumento nos custos – mantido o preço fixo – reduza a margem de lucro, um aumento do preço de modo a compensar essa perda pode não se reverter em um negócio rentável, pois, o aumento do preço pode vir a afetar as vendas do produto. O aumento do preço pode reduzir a competitividade do produto da firma, sendo verificada uma alteração dos preços relativos, segundo Kandir (1989, p. 88): “a concorrência, através das estruturas de mercado, estabelece o espaço de realização das arbitragens particulares dos preços”.

A manutenção do *mark up* por meio do aumento do preço, quando verificada uma elevação dos custos, pode se configurar como uma estratégia equivocada, caso as firmas concorrentes possuam estruturas de custos diferenciadas e não tenham sido afetadas de maneira semelhante. Uma firma operando em uma estrutura com oferta de produtos diferenciados, contudo substitutos próximos, ao adotar a estratégia de elevação do preço, caso seus custos tenham aumentado, pode acabar experimentando uma queda acentuada na receita de vendas e, portanto, uma queda na geração de fundos que financiarão novos investimentos. Ou seja, essa decisão de curto prazo a ser tomada acerca do preço pode, de fato, afetar o alcance dos objetivos de longo prazo estabelecidos pela firma. Nesse sentido,

---

<sup>15</sup> Os planos de investimento levarão em conta as projeções que a firma faz para o futuro crescimento da demanda de mercado e as estimativas quanto à lucratividade de outros projetos de investimento alternativos (Kenyon, 1979).

a manutenção do preço do produto pode ser necessária para que sejam preservadas suas vendas (ou seu *market-share*).

Esquemáticamente podemos representar o processo de aumento do custo e suas implicações sobre os preços e sobre o processo de acumulação interna de fundos da seguinte forma:

Aumento no custo → firma repassa ao preço → mark up não varia → acumulação interna de fundos não se altera

Aumento no custo → não há repasse ao preço → mark up se reduz → acumulação interna de fundos se reduz

Se a pressão de custo é acompanhada por uma retração da demanda, obviamente que os efeitos sobre a acumulação interna de fundos serão ainda mais adversos.

### **3.4 Comportamento dos preços e variações na demanda**

A relação entre a decisão de preço da firma e o contexto macroeconômico pode ser entendida da seguinte maneira: a política de fixação de mark up encontra-se associada ao processo de geração de fundos internos que viabilizarão planos de investimento e a alavancagem de recursos financeiros necessários para a realização dos planos que serão executados, conforme o estado de expectativas em relação ao futuro desempenho da economia. Dado que o contexto macroeconômico reflete o desempenho corrente da economia e esse é afetado pela política monetária, trazendo consequências sobre o estado de expectativas, isso implica que, em última instância, a autoridade monetária por meio de suas políticas afeta o estado de expectativas dos agentes e, assim, suas decisões de curto e longo prazo – como as decisões de preços e investimento.<sup>16</sup>

Assim, a abordagem pós-keynesiana, mostra que as decisões individuais tomadas pelas firmas<sup>17</sup> acerca de seus preços, volume de produção, alocação de recursos nas esferas financeira e produtiva refletem, em última instância, a percepção sobre uma trajetória de crescimento que depende da avaliação do contexto macroeconômico. Ou seja, os fundamentos macroeconômicos que se verificam em um dado instante são determinantes para o processo de formação das expectativas e tomada de decisões das firmas. Advoga-se, portanto, pela existência de uma relação biunívoca entre a percepção do contexto macroeconômico e as decisões das firmas, isto é, tanto o ambiente macroeconômico afeta as decisões das firmas, assim como, as decisões das firmas são capazes de afetar o contexto macroeconômico.

Da mesma forma que variações no custo de produção não afetam a determinação de preço diretamente, aumentos na demanda afetarão os preços dependendo do grau de utilização dos fatores e do grau de concorrência dos mercados. Em mercados onde a firma tem vantagens competitivas, aumentos de demanda podem significar aumentos de preços,

---

<sup>16</sup> Para maiores detalhes acerca da influência da autoridade monetária sobre o estado de expectativas e sobre as decisões dos agentes econômicos, ver Montes e Feijó (2006) e Montes (2006).

<sup>17</sup> A firma não necessariamente opera em um único mercado, pode estar atuando em diferentes mercados, aproveitando ou não sinergias e economias de escopo.

mesmo com capacidade de produção disponível. Em mercados competitivos, com ociosidade, aumentos na demanda podem ocorrer que ainda assim os preços, de um modo geral, permanecerão estáveis. Reduções na demanda, por sua vez, terão o efeito de conter preços e produção.

Empresas decidem o quanto produzir e o quanto cobrar pelo produto, assim como, o quanto irão investir em função de suas expectativas e de seus objetivos. Nesse contexto, a política monetária de controle da inflação deve considerar que usar somente um instrumento, como a taxa de juros, pode trazer consequências adversas sobre a produção, o emprego e os investimentos da economia. No que tange a influência do produto demandado sobre o comportamento dos preços, uma análise acerca do grau de utilização da capacidade instalada deve ser elaborada de modo a explicar os impactos das pressões de demanda sobre a inflação.

Se a economia estiver em uma situação na qual o produto observado é menor do que o produto crítico<sup>18</sup> (primeiro caso), então, uma elevação do produto demandado não irá se traduzir em elevação da inflação. Se a economia estiver em uma situação em que o produto observado se encontra em um nível entre o produto crítico e o produto de pleno emprego (segundo caso), então, uma elevação da demanda, embora estimule o produto, poderá se reverter, também, em uma elevação da inflação. Se o produto observado equivale ao produto de pleno emprego (terceiro caso), isto é, existe plena utilização da capacidade instalada, então, caso a demanda agregada aumente a inflação também irá se elevar.

O primeiro caso indica que, em uma situação na qual o produto da economia é menor do que o produto crítico, quando verificada uma variação positiva do produto demandado, essa não irá se reverter em um aumento da inflação, contudo, uma variação negativa do produto demandado irá resultar em uma redução da inflação. Esse comportamento pode ser explicado pelo fato das firmas estarem preocupadas em conquistar maiores fatias de mercado, assim, quando estimuladas a produzirem mais devido a um aumento da demanda e dado que operam com elevada capacidade ociosa, não repassarão as pressões de demanda para os preços por uma questão estratégica. Por outro lado, quando a demanda da economia se reduz e a produção já se encontra realizada, uma maneira das firmas reduzirem seus estoques, não deixando que se acumulem, é por meio da redução dos preços, o que se reverte em uma diminuição da inflação.

O segundo caso pode ser entendido como uma situação em que pressões de demanda podem ou não se reverterem em aumentos da inflação. As firmas nesse caso, quando observam aumentos da demanda, podem optar por não aumentarem os preços, tanto por uma questão estratégica quanto por acreditarem que *policymakers* irão atuar por meio de políticas econômicas de retração da demanda. No entanto, podem promover aumentos dos preços se esses não atrapalharem seus objetivos de longo prazo e/ou se acreditarem que os *policymakers* não irão atuar de maneira austera quanto ao comportamento da inflação.

---

<sup>18</sup> O produto crítico é uma situação em que o nível do produto que se observa na economia é resultado de uma elevada utilização da capacidade instalada, ou seja, um nível de produto que se encontra muito próximo ao produto de pleno emprego. Uma economia operando no nível do produto crítico, ou além desse, pode vir a observar um aumento generalizado dos preços, caso a demanda da economia esteja se elevando.

O terceiro caso representa uma situação em que o produto da economia equivale ao produto de pleno emprego. Sendo assim, enquanto o produto demandado estiver se elevando, as firmas de maneira generalizada, dado que se encontram operando no potencial de sua capacidade instalada, responderão por meio de elevações dos preços.

#### **4. Considerações Finais**

De fato a política monetária é eficiente em controlar a inflação por meio de manipulações da taxa básica de juros, produzindo efeitos sobre a demanda agregada, contudo, como sugere o pensamento pós-keynesiano, o processo inflacionário, em grande parte, é um fenômeno explicado pela oferta. A abordagem pós-keynesiana argumenta que: “uma elevação da taxa de juros atacaria os sintomas da inflação e não as causas”, nesse sentido, “a alternativa keynesiana de controle da inflação não sugere o resfriamento de toda a economia, não sugere a utilização de políticas de contenção da demanda agregada como a elevação da taxa de juros, mas sim políticas que atingem a economia pelo lado da oferta, diretamente atacando o foco inflacionário” (Sicsú e Oliveira 2003, p. 30-31). O pensamento pós-keynesiano defende a idéia de que economias que estejam operando abaixo do pleno emprego – com baixa utilização da capacidade instalada – quando convivendo com inflação indesejada, essa última teria sua explicação pelo lado da oferta.

O pensamento pós-keynesiano aponta para a existência de uma diversidade de fatores responsáveis por desencadear o processo inflacionário, havendo, portanto, diferentes classificações para as suas causas. Sugere, portanto, que para cada tipo de processo inflacionário que se observe, um instrumento antiinflacionário adequado e compatível seja utilizado. Dessa forma, a escolha pelo instrumento de política econômica a ser utilizado assim como sua intensidade deve se encontrar relacionada ao diagnóstico elaborado acerca do problema que se manifesta. Assim, de acordo com o diagnóstico emitido acerca do processo inflacionário deve ser escolhido o instrumento a ser utilizado.

A política de combate à inflação por meio de manipulações da taxa básica de juros, como a que vem sendo implementada sob o regime de metas de inflação, não faz distinção entre as empresas que são ou não responsáveis pelo processo inflacionário. Como resultado, muitas empresas que estejam atuando de maneira compatível com a estabilidade dos preços “não resistem aos elevados custos financeiros e à fraca demanda e entram em processo de falência, demitindo muitos trabalhadores; outras, deixam de realizar os investimentos planejados e não absorvem, assim, os trabalhadores que estão desempregados” (Sicsú e Oliveira, 2003, p. 32).

De fato, elevações da taxa básica de juros, como forma de combater a inflação, obtêm êxito após certo intervalo de tempo. Contudo, economias com elevada volatilidade dos fluxos de capitais e elevado grau de sensibilidade a choques externos, tendem, por exemplo, a repassar as variações ocorridas no câmbio e nos preços internacionais para os preços domésticos. Como se utilizam de uma regra rígida que ignora as origens do processo inflacionário, essas economias tornam-se propensas a uma condição de constante estagnação e baixo crescimento (semi-resfriamento), com baixas taxas de investimento e

elevados níveis de desemprego, pois atacam o problema por meio de políticas de controle da demanda quando suas origens estão no lado da oferta.

A política monetária ao atuar por meio da adoção de uma regra rígida – *a la* Taylor – manipulando seu principal instrumento (taxa de juros) de modo a manter, principalmente, a inflação baixa e estável, desconsidera: 1) o processo de formação de preços como resultando do conflito distributivo entre grupos de agentes econômicos com interesses específicos, o que equivale a dizer que as regras afetam de forma diferente grupos econômicos com distintas inserções na estrutura produtiva; 2) os impactos diferenciados da política de juros conforme a estrutura de custos das empresas, o que provoca diferentes reações das firmas, e; 3) as consequências para o processo de acumulação de fundos das empresas. Logo, a adoção de uma regra rígida, da forma como vem sendo feita, não é eficaz e não possibilita a criação de um ambiente propício para a retomada do crescimento econômico. Cria, de fato, uma armadilha de credibilidade para a política monetária, pois para manter uma dada reputação a autoridade monetária deve manter a regra que compromete o crescimento.

O foco da política monetária, quando conduzida por meio de regras, são os resultados que se verificam para o comportamento da inflação, nesse sentido, seus defensores avaliam o sucesso da regra com base nos desvios da taxa de inflação e das expectativas de inflação em relação à meta. Atribuem, assim, pequeno peso ou nenhuma consideração para os impactos sobre fatores reais ou outros objetivos de política econômica, não estando esses associados aos parâmetros que medem o sucesso do regime. Contudo, de acordo com os pressupostos teóricos que fundamentam a escola de pensamento pós-keynesiana, dentre esses a não-neutralidade da moeda, argumentamos que, de fato, uma política monetária bem sucedida deve ser medida em termos de crescimento econômico, estabilidade da inflação, nível de utilização da capacidade instalada e distribuição de renda. Nesse sentido, a autoridade monetária deve levar em consideração os impactos da política monetária sobre o processo de formação de preços e sua importância para a acumulação interna de fundos que fomentarão os investimentos das firmas, assim como, os impactos trazidos sobre o processo de endividamento das firmas e sobre a preferência pela liquidez, dado que o estado de expectativas dos agentes econômicos é influenciado pelas avaliações acerca da reputação e da transparência da autoridade monetária, assim como, da credibilidade de suas políticas.

O quadro 1 abaixo ilustra o comportamento dos preços, da taxa de crescimento econômico e da preferência pela liquidez – na ausência de choques – para os casos em que a autoridade monetária e a política monetária possuem elevada/baixa reputação-credibilidade-transparência (trinômio tipo I e II, respectivamente)<sup>19</sup>, assim como, para os casos em que a política monetária é conduzida de modo a afetar inflação e crescimento (hipótese de não-neutralidade da moeda) e em que é conduzida com o único intuito de controlar a inflação e mantê-la compatível com a meta (hipótese de neutralidade da moeda).

Quadro 1:

---

<sup>19</sup> Para maiores detalhes acerca dos tipos de trinômio e sua influência sobre a economia, ver Montes (2006).

Tipos de política monetária		Comportamento dos preços	Comportamento da taxa de crescimento	Preferência pela liquidez
Alta reputação, credibilidade e transparência (trinômio tipo I)	Política de metas de inflação e crescimento	Estabilidade	Crescimento sustentável	Baixa
	Política de meta de inflação	Estabilidade	Estagnação ou recessão	Alta
Baixa reputação, credibilidade e transparência (trinômio tipo II)	Política de metas de inflação e crescimento	Inflação	Crescimento intermitente	Alta
	Política de meta de inflação	Inflação	Estagnação ou recessão	Alta

Embora o processo inflacionário seja comumente tratado como um problema passível de explicação teórica ao nível estritamente macroeconômico, sua compreensão requer um entendimento muito mais abrangente sobre o processo de formação de preços por parte das firmas, pois, o nível geral de preços não passa de uma abstração que agrega, a esse nível, os mais diversos preços. Nesse sentido, uma abordagem preliminar microeconômica faz-se necessária, embora não seja condição suficiente para a elaboração de uma análise teórica acerca do processo inflacionário e como esse processo deva ser combatido quando situado em um patamar indesejável. Isto é, compreender teoricamente o processo inflacionário e sua dinâmica, assim como propor políticas de combate à inflação requer uma análise integrada entre as esferas micro e macro.

## Bibliografia

- ANGERIZ, A., ARESTIS, P. (2006) “*Has inflation targeting had any impact on inflation?*”. *Journal of Post Keynesian Economics*, summer 2006, Vol. 28, No. 4: 559.
- ARESTIS, P., MILBERG, W. (1993) “*Degree of monopoly, pricing, and flexible exchange rates*”. *Journal of Post Keynesian Economics*, winter 1993-94, Vol. 16, No. 2: 167.
- BERK, J. M. (1998) “*Monetary transmission: what do we know and how can we use it?*”. *BNL Quarterly Review*, n. 205.
- de CARVALHO, F. C. (et al.) (2000) “*Economia monetária e financeira; teoria e prática*”. Rio de Janeiro, Ed. Campus.
- CERISOLA, M., GELOS, R. G. (2005) “*What drives inflation expectations in Brazil? An empirical analysis*”. *IMF Working Paper*, WP/05/109, International Monetary Fund.
- DAVIDSON, P. (1972) “*Money and the real world*”. New York: Macmillan.



- EICHNER, A. S. (1973) “A theory of determination of the mark-up under oligopoly”. *The Economic Journal*, London, MacMillan Journals, dezembro, 83 (332): 1184-1200.
- \_\_\_\_\_. (1976) “*The Megacorp and Oligopoly – micro foundations of macro dynamics*”. Cambridge, Cambridge University Press.
- \_\_\_\_\_. (1985) “*Toward a New Economics: essays in post-keynesian and institutionalist theory*”. New York, M. E. Sharpe.
- FEIJÓ, C. A. (1997) “Growth and inflation in the Brazilian industrial sector in the 1970s: a Post Keynesian model”. *Journal of Post Keynesian Economics*, spring 1997, Vol. 19, No. 3: 437.
- HARCOURT, G. C., KENYOM, P. (1976) “Pricing and the Investment Decision”. *Kyklos*, 1976, 3 (3): 33-50.
- KALECKI, M. (1954) “*Teoria da Dinâmica Econômica: ensaios sobre as mudanças cíclicas e a longo prazo da economia capitalista*”. In: *Os Pensadores: Keynes/Kalecki*, Abril cultural.
- KANDIR, A. (1989) “A Dinâmica da Inflação”. São Paulo: Nobel, 1989.
- KENYON, P. (1979) “Pricing”. In: *A guide to post-keynesian theory*, A. S. Eichner, ed., White plains, N.Y.: M. E. Sharpe.
- KOZICKI, S. (1999) “How useful are Taylor rules for monetary policy?”. *Economic Review* (Federal Reserve Bank of Kansas City), second quarter.
- de MENDONÇA, H. F. (2001) “Mecanismos de transmissão monetária e a determinação da taxa de juros: uma aplicação da regra de Taylor ao caso brasileiro”. *Economia e Sociedade*, Campinas, (16) 65-81.
- MINSKY, H. P. (1986) “*Stabilizing an Unstable Economy*”. New Haven, Yale University Press.
- MISHKIN, F. S. “Symposium on the monetary transmission mechanism”. *Journal of Economic Perspectives*, v. 9, n. 4, Fall.
- \_\_\_\_\_. (1996) “Understanding financial crises: a developing country perspective”. *Annual World Bank Conference on Development Economics*: 29-62
- \_\_\_\_\_. (2004) “Can inflation targeting work in emerging market countries?” NBER Working Papers Series, WP 10646. <http://www.nber.org/papers/w10646>.
- MONTES, G. C., FEIJÓ, C. A. (2006) “Reputação, credibilidade e transparência da autoridade monetária e o estado de expectativa”. *Mimeo*.
- MONTES, G. C. (2006) “Metas de inflação em perspectiva: a influência do trinômio reputação-credibilidade-transparência sobre a economia”. *Mimeo*.
- NELL, E. J. (1992) “Demand, Pricing and Investment”. In: *The Megacorp & Macrodynamics: Essays in Memory of Alfred Eichner*, ed. by William Milberg, M. E. Sharpe.
- OREIRO, J. L. C., PASSOS, M. O. (2005) “A governança da política monetária brasileira: análise e proposta de mudança”. *Indicadores Econômicos*, FEE, Porto Alegre, v. 33, n. 1, p. 157-168.
- PENROSE, E. (1959) “*The theory of the growth of the firm*” Oxford: Basil Blackwell (second edition, 1980).
- \_\_\_\_\_. (2004) “*Induced investment and business cycles*”. Edward Elgar Publishing.
- ROCHON, L. P., ROSSI, S. (2006) “Inflation targeting, economic performance, and income distribution: a monetary macroeconomic analysis”. *Journal of Post Keynesian Economics*, summer 2006, Vol. 28, No. 4: 615.

- SHAPIRO, N. (1981) "*Pricing and the Growth of the Firm*". *Journal of Post Keynesian Economics*, fall 1981, Vol. IV, No. 1.
- SHAPIRO, N., SAWYER, M. (2003) "*Post Keynesian price theory*". *Journal of Post Keynesian Economics*, spring 2003, Vol. 25, No. 3: 355.
- SICSÚ, J., OLIVEIRA, S. C. (2003) "*Taxa de Juros e Controle da Inflação no Brasil*". In: *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Barueri, SP: Manole: Fundação Konrad Adenauer.
- TAYLOR, J. (1993) "*Discretion versus policy rules in practice*". *Carneige-Rochester Conference on Public Policy*. 39: 195-214.
- \_\_\_\_\_. "*The monetary transmission mechanism: an empirical framework*". *Journal of Economic Perspectives*, v. 9, n. 4, Fall.
- WOOD, A. (1975) "*A Theory of Profits*". London, Cambridge University Press.