

Política Monetária: Teoria, Operacionalidade e Experiência Brasileira Pós Real

1. Objetivo

O curso visa fornecer um arcabouço geral da política monetária (PM) mediante abordagem que integre tanto seus fundamentos teóricos quanto sua operacionalidade. Na primeira parte, destaca-se o debate regras *versus* discricção na condução da PM. A segunda representa o núcleo do curso. A estrutura operacional da PM será tratada, com destaque para o processo de formação da taxa de juros e o mecanismo de transmissão da PM. Os principais regimes monetários também serão detalhados. Na terceira parte, a experiência de estabilização do real será analisada, tanto do ponto de vista teórico-operacional quanto empírico. O debate contemporâneo sobre a condução da PM no Brasil será tratado, com ênfase no chamado *problema da taxa de juros*.

2. Avaliação

A avaliação será feita por meio de um trabalho (máximo 20 páginas com espaço 1,5) a ser entregue no último dia de aula.

3. Programa

Parte I: Conceitos Básicos

1. Contextualização do Tema (1 aula)

- 1.1. As versões da Curva de Phillips: Original; Samuelson e Solow; e Expectacional
- 1.2. Natureza da inflação: demanda, oferta e inercial
- 1.3. Debate regras *versus* discricção

2. Controlabilidade da oferta de moeda (1 aula)

- 2.1. Exogenistas (verticalismo)
- 2.2. Teoria da Moeda Endógena (horizontalista)
- 2.3. Metas de agregados *versus* taxa de juros

Parte II: Operacionalidade

3. Conceitos Básicos (4 aulas)

- 3.1. Objetivos, metas intermediárias e instrumentos de política monetária
- 3.2. Formação e estrutura a termo da taxa de juros
- 3.3. Mecanismo de transmissão da política monetária
- 3.4. Institucionalidade brasileira

4. Regimes Monetários: teoria, operacionalidade e experiência (6-5 aulas)

- 4.1. Regime de metas cambiais
 - 4.1.1. Teoria: mecanismo de ajuste automático do BP
 - 4.1.2. Operacionalidade: diferentes sistemas cambiais
 - 4.1.3. Padrão ouro e experiência nos 1990
- 4.2. Regime de metas monetárias
 - 4.2.1. Teoria: Monetarismo Tipo I
 - 4.2.1. Operacionalidade: a escolha do agregado
 - 4.2.3. Experiência nos 1970-80
- 4.3. Regime de Metas de Inflação
 - 4.3.1. Teoria: Monetarismo Tipo II
 - 4.3.2. Operacionalidade: regra de Taylor
 - 4.3.3. Experiência a partir dos 1990
- 4.4. Política Monetária Não Convencional (UMP): o fim da era de ouro das metas de inflação
 - 4.4.1. Teoria
 - 4.4.2. Algumas Experiências: FED, BOE e BOJ

Parte III: Experiência Brasileira Pós Real

5. Experiência Brasileira (3-4 aulas)

- 5.1. Plano Real: da âncora cambial às metas de inflação
- 5.2. Regime de metas de inflação: desempenho e avaliação crítica
- 5.3. Debate sobre as altas taxas de juros (*problema da taxa de juros*)

4. Bibliografia

A bibliografia de cada item do programa divide-se em dois grupos, básica e complementar, e será apresentada em aula. A lista abaixo contém as principais referências.

- ALLEN, L. (1988) "The determinants of bank interest margins: a note". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. 23, p. 231-235.
- ARAÚJO, E.C. e MODENESI, A.M. (2010), "A Importância do Setor Externo na Evolução do IPCA (1999-2008): uma análise com base em um modelo SVAR". *XXXVIII Encontro Nacional de Economia* (Anpec).
- ARESTIS, P., PAULA, L.F. de e FERRARI-FILHO, F. (2009). "A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil". *Economia e Sociedade*, v.18 (1), pp. 1-30.
- BARBOSA, F. H. (1991), "O Mercado Aberto Brasileiro: Análise dos Procedimentos Operacionais". *Revista Brasileira de Mercado de Capitais*, v. 16 (43), pp. 36-60.
- _____. (1993), "A Indexação dos Ativos Financeiros: A Experiência Brasileira". *Revista Brasileira de Economia*, v. 47 (3), pp. 373-97.
- _____. (2004), "A Inércia da Taxa de Juros na Política Monetária". *Revista de Economia Política*, v. 30 (2), pp. 105-19.
- _____. (2005), "O mistério da taxa de juros real". *Conjuntura Econômica*, p.13, nov.
- _____. (2006), "The contagion effect of public debt on monetary policy: the Brazilian experience". *Revista de Economia Política*, v. 26 (2), pp. 231-8.
- BELAISCH, A. (2003) "Do Brazilians Banks Compete?". *IMF Working Paper*, 113.
- BERNANKE, B. & GERTLER, M. (1995), "Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission". *Journal of Economic Perspectives*, v. 9 (4), pp. 27-48.
- BERNANKE, B. S., LAUBACH, T., MISHKIN, F. S. e POSEN, A. S. (1999), *Inflation Targeting: Lessons From the International Experience*. Princeton: Princeton University Press.
- BERNANKE, B. S. e MISHKIN, F. S. (1992), "Central Bank Behavior and the Strategy for Monetary Policy: observation from six industrialized countries". *NBER Working Paper*, 4082, May.
- _____. (1997), "Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?". *NBER Working Paper*, 5893, January.
- BLINDER, A. S. (1999). *Central Banking in Theory and Practice*. London: MIT Press.
- BORDO, M. D. (1993), "The Gold Standard, Bretton Woods and other Monetary Regimes: An Historical Appraisal". *NBER Working Paper*, 4310, April.
- BORDO, M. D. e SCHWARTZ, A. J. (1997), "Monetary Policy Regimes and Economic Performance: the Historical Record". *NBER Working Paper*, 6201, September.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. e NAKANO, Y. (2002), "Uma Estratégia de Desenvolvimento com Estabilidade". *Revista de Economia Política*, v. 22, n. 3, pp. 146-180, jul./set.
- BRUNO, M. (1991). "High Inflation and the Nominal Anchors of an Open Economy". *Essays in International Finance*, nº 183. Princeton University, June.
- CECCHETTI, S.G. (1994), "Distinguish theories of the monetary transmission mechanism". *Economic Policy Conference*, FED of St. Luis.
- CLARIDA, R., GALÍ, J. e GERTLER, M. (1999), "The science of monetary policy: a new keynesian perspective". *Journal of Economic Literature*, vol.37, pp. 1661-1707.
- CLARIDA, R., GALÍ, J. e GERTLER, M. (2000), "Monetary policy rules and macroeconomic stability: Evidence and some theory". *The Quarterly Journal of economics*, vol.115, pp. 147-80.
- CARVALHO, F. J. Cardim de (1992), *Mr. Keynes and the Post-Keynesians*. Cheltenham: Edward Elgar.
- _____. (1995), "Estabilização, Ancoragem de Preços e Política de Rendas". *Novos Estudos Cebrap*, nº 41, Março, pp. 143-49.

- _____. (1993), "Sobre a Endogenia da Oferta Monetária: réplica ao Professor Nogueira da Costa". *Revista de Economia Política*, Vol. 13, nº 3 (51), Julho-Setembro, pp. 114-121.
- _____. (1994), "Temas de Política Monetária Keynesiana". *Ensaio FEE*, (15), 1, pp. 33-61.
- _____. (2004), "Teoria e política monetárias: uma visão pessoal sobre uma relação difícil". *Econômica*, v. 6, n.2. pp. 315-34.
- _____. (2005), "Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil". *Revista de Economia Política*, v. 25, n. 4, pp. 323-36, out./dez.
- CARVALHO, F. J. Cardim de; SOUZA, F. E. P. de; SICSÚ, J.; PAULA, L. F. R. de; e STUDART, R. (2007), *Economia Monetária e Financeira: Teoria e Política*. Rio de Janeiro: Campus.
- COSTA, F. N. da (1993), "(Im)propriedades da Moeda". *Revista de Economia Política*, Vol. 13 (2), pp. 61-75.
- _____. (1999), "Pós-Keynesianismo e Horizontalismo: preferência pela liquidez e circuito monetário", in G. T. Lima, J. Sicsú e L. F. de Paula (Orgs.), *Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, Cap. 5.
- COSTA, A.C.; NAKANE, M. (2005) "Revisiting the methodology for the bank interest spread decomposition in Brazil: An Application of the Theory of Cost Allocation". CEMLA.
- DAVIDSON, P. (1994), *Post-Keynesian Macroeconomic Theory*. Cheltenham: Edward Elgar.
- DAVIDSON, P. (1999), "Colocando as Evidências em Ordem: macroeconomia de Keynes versus velho e novo-keynesianismo", in G. T. Lima, J. Sicsú e L. F. de Paula (Orgs.), *Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, Cap. 1.
- DEMIRGÜÇ-KUNT, A.; HUIZINGA, H. (1999) "Determinants of commercial bank interest margins and profitability: some international evidence". *World Bank Economic Review*, n. 13, pp. 379-408.
- EDWARDS, S. e SAVASTANO M. A (1999), "Exchange Rates in Emerging Economies: What do we Know? What do we Need to Know?". *NBER Working Papers*, 7228, July.
- ERBER, F. (2011), "As convenções de desenvolvimento no Brasil: um ensaio de economia política". *Revista de Economia Política*, vol. 31(1), pp. 31-55.
- FEINMAN, J. N. (1993), "Reserve Requirements: History, Current Practice, and Potential Reform". *Federal Reserve Bulletin*, June.
- FRIEDMAN, M. (1956), "The Quantity Theory of Money: a Restatement" in M. Friedman, *Studies in the Quantity Theory of Money*. University of Chicago Press.
- FRIEDMAN, M. (1968), "The Role of Monetary Policy". *American Economic Review*, March.
- FONTANA, G. (2002), "The making of monetary policy in endogenous money theory: an introduction". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 24 (4), pp. 503-09.
- FONTANA, G. e PALACIO-VERA, A. (2002), "Monetary policy rules: what are we learning?". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 24 (4), pp. 547-68.
- FONTANA, G. e PALACIO-VERA, A. (2003), "Modern theory and practice of central banking: An endogenous money perspective. In: L. P. Rochon and S. Rossi (Eds.), *Modern Theories of Money: The Nature and Role of Money in Capitalist Economies*. Cheltenham: Edward-Elgar.
- FORTUNA, R. (2008), *Mercado Financeiro. Produtos e serviços*. Rio de Janeiro: Qualitymark.
- GOODHART, C. (1994), "What Should Central Banks Do? What Should Be Their Macroeconomic Objectives and Operations?". *The Economic Journal*, 104, in "Policy Forum: the banking system and monetary control", November, pp. 1424-36.
- HALDANE, A. (1995), "Introduction" in HALDANE, A. G. (Ed.), *Targeting Inflation*. London: Bank of England.
- HAIGHT, A.D. (2008), "A Keynesian angle for the Taylor rule: mortgage rates, monthly payment illusion, and the scarecrow effect of inflation". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 30 (2), pp. 259-77.
- HERMAN, J. (2011). "O Mercado de Títulos Privados e a Inadequação da Curva de Rendimentos no Brasil: análise teórica e da experiência pós-estabilização (1995-2010)". *Working Paper Bndes/Anpec*, N. 14.

- HERRERA, H.V., BETANCOURT, Y.R., VARELA, C. e RODRÍGUEZ, N. (2010). "Effects of reserve requirements in an inflation targeting regime: the case of Colombia". *BIS Papers*, n. 54
- HO, T. e SAUNDERS, A. (1981) "The determinants of bank interest margins: theory and empirical evidence". *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, v. XVI (4), Pp. 581-600.
- KEYNES, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: MacMillan.
- KEYNES, J. M. (1937a), "Alternative Theories of the Rate of Interest". *Economic Journal*, June.
- KEYNES, J. M. (1937b), "The Ex-Ante Theory of the Rate of Interest". *Economic Journal*, December.
- LAVOIE, M. (1996), "Monetary policy in an economy with endogenous credit money". In: G. Deleplace e E.J. Nell (Ed.), *Money in Motion: The Post Keynesian and Circulation Approaches*. London: Macmillan, pp. 532-45.
- LAVOIE, M. (2004), "The new consensus on monetary policy seen from a Post Keynesian perspective". In: M. LAVOIE e M. SECCARECCIA (Eds.), *Central Banking in the Modern World: Alternative Perspectives*. Cheltenham: Edward-Elgar.
- LEAL, R.M. (2006). "Estrutura e determinantes do spread bancário no Brasil após 1994: uma análise da literatura empírica". IN: L.F. de Paula e J.L. Oreiro (Orgs), *Sistema Financeiro: uma análise do caso brasileiro*. Rio de Janeiro: Campus.
- LOPES, F. (1997), "O mecanismo de transmissão da política monetária numa economia em processo de estabilização: notas sobre o caso do Brasil". *Revista de Economia Política*, V. 17(3), pp. 5-11.
- MANHÇA, F.A. e JORGE, C.T. (2011). "O nível da taxa básica de juros e o spread bancário no Brasil: uma análise de dados em painel". Ipea, Texto para Discussão, 1710.
- MATIAS, A. B. (2006). "Condições estruturais do sistema bancário brasileiro: o spread bancário brasileiro". *Estudos CODEMEC*, n. 54.
- MEEK, P. e DAVIS, R. G. (1982), "Monetary Targeting – Variations on a Common Theme" in MEEK, P. (Ed.), *Central Bank Views on Monetary Targeting*. New York: Federal Reserve Bank of New York.
- MELTZER, A. (1995), "Monetary, Credit and (Other) Transmission Processes: A monetarist perspective". *Journal of Economic Perspectives*, v. 9 (4), pp. 49-72.
- MISHKIN, F. (1995), "Symposium on the monetary transmission mechanism". *Journal of Economic Perspectives*, v. 9 (4), pp. 3-10.
- MISHKIN, F. (1996), "The channels of monetary transmission: lessons for monetary policy" *NBER Working Paper Series* 5464.
- MISHKIN, F. S. (1999), "International Experiences with Different Monetary Policy Regimes". *NBER Working Paper*, 7044, Mar.
- _____. (2000), "Inflation Targeting in Emerging Market Countries". *NBER Working Paper*, 7681, March.
- MISHKIN, F. S. e POSEN, A. S. (1997), "Inflation Targeting: Lesson from Four Countries". *Economic Policy Review*, v. 3 (3), p. 9-110. New York: Federal Reserve of New York.
- MODENESI, A.M. (2005), *Regimes Monetários: teoria e a experiência do Real*. Barueri (SP): Manole.
- _____. (2006). "Teoria da intermediação financeira, o modelo ECD e sua aplicação ao caso brasileiro". IN: L.F. de Paula e J.L. Oreiro (Orgs), *Sistema Financeiro: uma análise do caso brasileiro*. Rio de Janeiro: Campus.
- _____. (2010), "Política Monetária no Brasil pós Plano Real (1995-2008): um breve retrospecto". *Economia e tecnologia*, Ano 6, Vol. 21, pp. 21-31.
- _____. (2011), "Conservadorismo e Rigidez na Política Monetária: uma estimativa da função de reação do BCB". *Revista de Economia Política*, v. 31(3), pp. 415-34.
- MODENESI, A.M. e FERRARI, F. (2011), "Choque de Oferta, Indexação e Política Monetária: breves considerações sobre a aceleração inflacionária recente", *Economia & tecnologia*, V. 26, jul/set., pp. 5-13.

- MODENESI, A.M. e MODENESI, R.L. (2012), "Quinze Anos de Rigidez Monetária no Brasil (1995-2008): uma agenda de pesquisa". *Revista de Economia Política*, vol. 32 (3), pp. 389-41.
- MODENESI, A.M., MODENESI, R.L., MARINS, N.M. (2013), "A Modified Taylor Rule for Brazilian Economy: convention and conservatism in 11 years of inflation targeting (2000-2010)". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 35 (3), pp. 463-79.
- MODENESI, A.M., ARAÚJO, E.C. (2013). Price Stability under Inflation Targeting in Brazil: Empirical analysis of the monetary policy transmission mechanism based on a VAR model, 2000-2008. *Investigación Económica*, vol. LXXII (283), pp. 99-133.
- MODENESI, A.M., MODENESI, R.L., OREIRO, J.L., MARINS, N.M. (2013). "Convention Interest Rates and Monetary Policy: a post Keynesian-french-conventions-school-approach. *European Journal of Economics and Economic Policy – Intervention*, Vol. 10 (1), pp. 76-92.
- MONTORO, C. e MORENO, R. (2011). "The use of reserve requirements as a policy instrument in Latin America". *BIS Quarterly Review*, March.
- MOORE, B. (1979), "The Endogenous Money Stock". JPKE, Fall, Vol. II, nº 1, pp. 49-70.
- _____. (1991), "Money supply endogeneity: 'reserve price setting' or 'reserve quantity setting'?" *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 13 (3), pp. 404-13.
- NAKANE, M.I. (2002). "A test of competition in Brazilian banking". *Estudos Econômicos*, vol. 32, pp.203-24.
- _____. (2003). "Concorrência e Spread Bancário: uma Revisão da Evidência para o Brasil". Banco Central do Brasil, *Economia Bancária e Crédito. Avaliação de 4 Anos do projeto Juros e Spread Bancário*.
- NAKANE, M.I., ALENCAR, L.S. e KANCZUK, F. (2006). "Demand for bank services and market power in Brazilian banking". BCB, *Trabalhos para Discussão*, 107.
- OREIRO, J.L., SILVA, G.J.C., e PAULA, L.F. (2006). "Spread bancário no Brasil: uma avaliação empírica recente". IN: L.F. de Paula e J.L. Oreiro (Orgs), *Sistema Financeiro: uma análise do caso brasileiro*. Rio de Janeiro: Campus.
- PALLEY, T. (2003), "Monetary control in the presence of endogenous money and financial innovation: The case for asset-based reserve requirements." In: L. P. Rochon and S. Rossi (Eds.), *Modern Theories of Money: The Nature and Role of Money in Capitalist Economies*. Cheltenham: Edward-Elgar.
- PAULA, L.F. de. (2009), "Autonomia do banco central: estabilidade de preços ou estabilidade macroeconômica?" In: J. L. Oreiro, L. F. de Paula e R. Sobreira (orgs.). *Política monetária, bancos centrais e metas de inflação*. Rio de Janeiro: Editora FGV.
- _____. (2011), "O problema da taxa de juros no Brasil". *Carta Maior*, 10/03.
- PAULA, L.F. E PIRES, M.C. (2006). "Determinantes macroeconômicos do Spread bancário: uma análise preliminar para o caso brasileiro". IN: L.F. de Paula e J.L. Oreiro (Orgs), *Sistema Financeiro: uma análise do caso brasileiro*. Rio de Janeiro: Campus.
- PASTORE, A.C. (1996), "Por que a política monetária perde eficácia?". *Revista Brasileira de Economia*, v. 50 (3).
- PETTERINI, F.C. e JORGE NETO, P.M. (2003). "Competição bancária no Brasil após o plano real". Mimeo.
- POLLIN, R. (1991), "Two theories of money supply endogeneity: some empirical evidence". *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 13 (3), pp. 366-96.
- POOLE, W. (1970), "Optimal Choice of Monetary Policy Instruments in a Simple Stochastic Macro Model," *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84(2), pp. 197-216.
- SETTERFIELD, M. (2006), "Is inflation targeting compatible with Post Keynesian economics?" *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 28 (4), pp. 653- 71.
- SILVA, T. G., RIBEIRO, E. P., MODENESI, A. M. (2013). "DETERMINANTES Macroeconômicos Do Spread Bancário No Brasil: Mensurando O Papel Das Expectativas". 40º ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA (ANPEC), 2013, Foz do Iguaçu (PR).
- STIGLITZ, J. (2008), "A falência das metas de inflação". O Globo, Opinião, p. 10, 7 de junho.
- TAYLOR, J.B. (1993), "Discretion versus policy rules in practice", *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, pp. 195-214.

- TAYLOR, J.B. (1995), "The Monetary Transmission Mechanism". *Journal of Economic Perspectives*, v. 9 (4), pp. 11-26.
- TAYLOR, J.B. (Ed.) (1999), "Monetary Policy Rules". Chicago: Chicago University Press.
- TAYLOR, J.B. (2000a), "Teaching modern macroeconomics at the principles level". *American Economic Review*, vol. 90 (2), pp. 90-94.
- TAYLOR, J.B. (2000b), "Alternative views of the monetary transmission mechanism: what difference do they make for monetary policy?". *Oxford Review of Economic Policy*.
- TAYLOR, J.B. (2001), "The role of exchange rates in monetary-policy rules". *American Economic Review*, vol. 90 (1), pp. 263-267.
- TONOOKA, E.K., e KOYAMA, S.M. (2003). "Taxa de juros e concentração bancária no Brasil", *Trabalhos para Discussão do Banco Central do Brasil*, no. 62.
- VERNENGO, M. (2006), "Money and inflation". In: P. ARESITIS e M. SAWYER (Ed.), *A Handbook of monetary Economics*. Cheltenham: Edward Elgar.
- WALSH, C. (2003), *Monetary Theory and Policy*. Cambridge (Ma): MIT Press.
- WEINTRAUB, S. (1978a), *Keynes, Keynesians and Monetarists*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press.
- _____. (1978b), *Capitalism's Inflation and Unemployment Crises*. Reading (MA): Addison-Wesley.
- WEINER, S.E. (1992), "The changing role of reserve requirements in monetary policy". *Economic Review*, FED of Kansas City, Fourth Quarter.