

Políticas Não-Monetárias de Controle da Inflação: uma proposta pós-keynesiana*

João Sicsú**

Resumo: O artigo discute se a taxa de juros deve ser utilizada para manter a estabilidade de preços. A teoria de Keynes e os desenvolvimentos pós-keynesianos não recomendam a utilização da taxa de juros como instrumento para manter o controle da inflação. Identificam que a inflação na maioria dos casos é um problema do *lado da oferta* e que a taxa de juros incide sobre o *lado da demanda*. A idéia pós-keynesiana é que uma elevação da taxa de juros atacaria os sintomas da inflação e não as suas causas. A proposição pós-keynesiana é que existem vários tipos de inflação e para cada tipo deve ser utilizado um instrumento antiinflacionário diferente, sempre buscando atacar a(s) causa(s) da inflação.

Palavras-chave: Inflação – taxa de juros – políticas antiinflacionárias

Abstract: The aim of this article is to analyse if interest rate is a useful device to keep price stability. Post Keynesians and Keynes Theory do not recommend this monetary policy to control inflation. They think that inflation is a supply-side phenomenon and interest rate act via demand-side. In this way, increases in the interest rate reduce inflation symptoms, but do not eliminate inflation cause. According to Post Keynesian theory, as there are many kinds of inflation the government should have many anti-inflationary policies: each different kind of inflation should be eliminated by a different policy.

Key words: Inflation – interest rate – anti-inflationary policies

JEL: E12 E58 E52

* O autor agradece o apoio do CNPq e da Faperj e os comentários e sugestões de Marcio Holland, Fernando Ferrari Filho, Luiz Fernando de Paula, Helder Ferreira de Mendonça e Renaut Michel. Contudo, valem as observações de praxe. Uma versão anterior do presente artigo foi apresentada no VII Encontro da Sociedade de Economia Política, Curitiba, em maio de 2002.

** Professor Adjunto do Instituto de Economia da UFRJ.

1 Introdução

Até o início dos anos 1980, predominava a idéia friedmaniana que o objetivo final do banco central deveria ser evitar inflações e deflações e sua meta intermediária, que permitiria alcançar a meta final, deveria ser o volume de algum agregado monetário em um determinado período de tempo (ver, por exemplo, Friedman (1968)). Tal proposição se enfraqueceu teoricamente e perdeu aplicabilidade devido ao insucesso que alguns bancos centrais tiveram quando adotaram a regra friedmaniana (ver, por exemplo, Meek (1982)). Esses bancos centrais não foram capazes nem de atingir as metas monetárias, nem de controlar a inflação. Em verdade, mudanças institucionais e tecnológicas são freqüentes e transformaram o significado e a velocidade de circulação dos *agregados-metas*. Então, por algum tempo, abriu-se um vácuo na discussão sobre as regras que disciplinariam a política monetária e manteriam a inflação sob controle.

Em 1983, na palestra intitulada *Money, Credit and Banking* realizada nos encontros da *Western Economic Association* dos Estados Unidos, o Prêmio Nobel James Tobin (1996, p. 471) disse: “um grande número de arquitetos monetários está pronto para preencher esse vácuo”. O economista da velha tradição keynesiana acertou. O vácuo aberto pela derrocada monetarista foi preenchido pelo estabelecimento de uma nova regra que deve disciplinar a política monetária e buscar manter a inflação sob controle - tal regra está também baseada nos fundamentos teóricos da ciência econômica convencional.

A regra convencional que deve disciplinar a política monetária que vigora nos dias de hoje é simples: se pressões inflacionárias ou a própria inflação estão presentes, eleva-se a taxa de juros - se a inflação ou as pressões inflacionárias desapareceram, a taxa de juros deve ser reduzida (ver, por exemplo, Taylor (1994))¹. Então, o poder discricionário do corpo de dirigentes do banco central é limitado. Tal poder, embora limitado, pode ser maior ou menor, isto dependerá da regra de política monetária que a função de reação do banco central especifi-

¹ Uma regra dessa natureza, longe ser uma regra moderna, pode ser batizada de regra wickselliana. O sueco K. Wicksell (1851-1926) afirmava que o problema do valor da moeda deveria ser considerado como um problema fundamental da economia monetária e sugeria, então, um manejo apropriado das taxas de juros de tal forma que fossem elevadas quando houvesse inflação e reduzidas quando os preços estivessem em queda. (Wicksell, 1997, p. 276).

car. Por exemplo, o poder de discricção na primeira regra apresentada abaixo é menor do que na segunda:

$$\Delta i_t = \beta(\Delta p_{t-1} - MI)$$

$$\Delta i_t = \alpha[E_t^{BC}(\Delta p_{t+1}) - MI]$$

em que i é a taxa de juros, p é o nível de preços, E^{BC} é a expectativa dos dirigentes do banco central de variação do nível preços no período $t+1$, MI é a meta de inflação estabelecida (implícita ou explícita) e a e b são parâmetros positivos. Estas duas fórmulas (ou funções de reação do banco central) foram apresentadas por Haldane e Salmon (1995, p. 176)². As regras convencionais desse gênero (umas mais sofisticadas, outras menos) que devem disciplinar a política monetária foram reforçadas pela instituição do regime de metas inflacionárias, que estabelece um objetivo final quantitativo para a política monetária e algumas formas específicas de atuação do banco central³.

O artigo discute se a taxa de juros deve ser utilizada para manter a estabilidade de preços. O referencial analítico utilizado para a abordagem do problema é a teoria pós-keynesiana. A teoria de Keynes e os desenvolvimentos pós-keynesianos (Paul Davidson, 1978 e 1994; Hyman Minsky, 1986; Marc Lavoie, 1992; Philip Arestis, 1992; Randall Wray, 1997) não recomendam a utilização da taxa de juros como instrumento para manter o controle da inflação. Identificam que a inflação na maioria dos casos é um problema do *lado da oferta* e que a taxa de juros incide sobre o *lado da demanda*. Enfatizadamente, Davidson (1994, cap. 9) e Wray (1997, p. 567) reconhecem que a utilização da taxa de juros pode ser eficaz para controlar a inflação, mas, ainda assim, não recomendam sua utilização devido aos impactos que uma elevação da taxa de juros causa sobre o desemprego. A idéia pós-keynesiana, em oposição à regra convencional de disciplina da política monetária e de busca do controle do nível de preços, é que uma elevação da taxa de juros atacaria os sintomas da inflação e não as suas causas. Tal elevação dificultaria a passagem de um aumento de custos aos preços (o sintoma), mas não resolveria o problema da elevação de custos (a causa). A pro-

² Há maior liberdade de ação para os *policy-makers* na segunda regra porque nela a taxa de juros varia de acordo com as expectativas de inflação do banco central e não de acordo com a inflação verificada, como na primeira regra.

³ Para uma excelente descrição do regime de metas inflacionárias, ver Bernanke *et al.* (1999). E, para uma descrição e avaliação preliminar do regime de metas de inflação no Brasil, ver Mendonça (2001).

posição pós-keynesiana é que existem vários tipos de inflação e para cada tipo deve ser utilizado um instrumento antiinflacionário diferente, sempre buscando atacar a(s) causa(s) da inflação.

Na seção 2, é descrito o método pós-keynesiano de abordagem do problema inflacionário. Na seção 3, são identificados alguns tipos de inflação, entre eles: a inflação de salários, de *mark-up*, a importada, a *spot*, a de impostos e a inflação de demanda. Na seção 4, discute-se a relação entre as taxas de juro, inflação e desemprego em economias comandadas pela disciplina convencional de política monetária e do controle da inflação e destaca-se que essas economias estão condenadas a viver em estado permanente de *stop-and-go* ou semideprimidas. Na seção 5, indica-se, segundo a visão pós-keynesiana, qual instrumento que deve ser utilizado para cada tipo de inflação. Na última seção, são sumariadas as principais conclusões do artigo.

2 O Método Pós-Keynesiano de Análise: recuperando o debate dos anos 1950-1960

Na última metade do século passado, houve dois debates com abordagens não-convencionais sobre o tema *inflação*. Um deles ocorreu nos anos 1950-60 e foi patrocinado pela abordagem estruturalista pertencente aos economistas ligados à Cepal. Simultaneamente, principalmente nos Estados Unidos, desenvolvia-se o debate sobre a inflação de demanda (*demand-pull*) e a inflação de custos (*cost-push*). Uma segunda rodada de discussões sobre o tema se deu nos anos 1980, com o debate sobre os choques heterodoxos e a abordagem inercialista. Esta última é bastante importante diante de processos inflacionários agudos e crônicos, enquanto aquele debate que ocorreu nos anos 1950-1960 é muito mais proveitoso para situações de baixa inflação – e é para esta última situação que o artigo pretende contribuir⁴.

A abordagem estruturalista⁵ dos anos 1950-1960 afirmava que as políticas contracionistas não eram capazes de combater a inflação. A expansão monetária não era considerada a causa da inflação, mas sim as imperfeições estruturais. A moeda se expandia não como causa da inflação, mas como resultado de uma elevação generalizada dos pre-

⁴ Sobre a abordagem inercialista, ver a interessante coletânea organizada por Rego (1986).

⁵ Uma excelente resenha sobre as teorias da inflação (estruturalista, monetarista e outras) no período 1930-1964 pode ser encontrada em Bielschowsky (2000).

ços nas economias latino-americanas. Os estruturalistas defendiam a idéia de que o crescimento gerava déficits externos que causavam pressões de demanda no mercado de divisas e, em consequência, provocavam uma desvalorização cambial elevando os custos que eram repassados aos preços. A inflação era, portanto, um subproduto do crescimento nos países latino-americanos, assim como os déficits externos eram também um subproduto do crescimento. A abordagem estruturalista é um método de análise, é muito mais do que o diagnóstico das causas específicas da inflação latino-americana nos anos 1950-1960. O método estruturalista de análise das causas da inflação pode ser resumido nas palavras de Bielschowsky:

... o modelo básico consiste numa classificação dos fatores que geram ou aceleram a inflação de acordo com sua importância relativa. Mas, para descobrir quais são esses fatores, é necessário examinar as condições específicas de cada país, isto é, quais são suas características estruturais, institucionais e de dinâmica econômica (Bielschowsky, 2000, p. 23)⁶.

O diagnóstico estruturalista da inflação nas economias latino-americanas dos anos 1950-1960 era de que, quando havia crescimento, as exportações, que eram basicamente de bens primários, não poderiam se expandir na mesma velocidade das importações porque a demanda internacional era quase inelástica - isto causava um déficit externo que, em um regime de taxas cambiais semifixas, causava pressão no mercado de câmbio que era dissolvida com uma desvalorização, o que provocava um aumento generalizado de preços. Considerava-se também como imperfeições a oferta inelástica de alimentos e as precárias condições da infraestrutura que provocavam pressões altistas sobre os custos diante de um aumento de demanda resultante do crescimento⁷.

O método estruturalista de *busca das causas da inflação* era também um método utilizado por economistas que elaboravam interpretações voltadas para o entendimento da dinâmica da inflação das econo-

⁶ Nesta passagem o autor está tentando resumir as contribuições de J. N. Vásquez. Há também interessantes comentários de Bielschowsky (2000) sobre as contribuições de R. Prebisch, O. Sunkel e A. Pinto.

⁷ O principal opositor da argumentação estruturalista no Brasil foi Eugênio Gudín, que propunha políticas antiinflacionárias de contenção da demanda. Sendo assim, foi rotulado de *monetarista*. Mas era explícito em dizer que a causa da inflação não era o descontrole monetário, mas sim o excesso de demanda. Então deveria ter sido rotulado de *keynesiano* (da síntese neoclássica). Mas, na época, era regra chamar todos os opositores do estruturalismo de *monetaristas* (ver Bielschowsky (2000, p. 25-6)).

mias mais avançadas do mundo, em especial, dos Estados Unidos. As causas da inflação nos países avançados, como era de se esperar, eram diferentes das causas dos países latino-americanos, mas o método de análise utilizado poderia ser considerado o mesmo. Por exemplo, Machlup (1960) tentou classificar a inflação e identificar as suas causas relacionando os tipos de inflação de custos e os tipos de inflação de demanda. Machlup (1960, p. 126) foi tão radical na aplicação do mesmo método de *busca das causas* que propôs que o termo *inflação* fosse utilizado sempre de forma qualificada para que pudesse ficar explícito a causa da elevação geral de preços. Não seria apropriado se afirmar que uma economia tem inflação, mas sim, por exemplo, que tal economia tem uma *inflação de salários* – se a elevação de salários está causando a inflação.

Bronfenbrenner e Holzman (1963), em clássico artigo que resumiu o estado do debate americano nos anos 1950-1960, também propuseram uma classificação das causas da inflação (entre tipos de inflação de demanda, de custos e variantes) destacando a *busca das causas* como um método essencial para a elaboração de uma programação antiinflacionária. Afirmaram algo que dificilmente algum estruturalista discordaria:

... se a inflação é causada por excesso de demanda, será normalmente considerada como controlável por políticas fiscais e monetárias de contração de demanda. Se for em grande medida causada por forças de custo e da oferta, poderá não reagir tão facilmente a esta terapia. As políticas monetárias e fiscais, pode ser dito, poderão acabar com a inflação de custos apenas causando desemprego e um crescimento mais lento, temporário ou permanente (Bronfenbrenner e Holzman, 1963, p. 583).

A abordagem estruturalista, segundo Bielschowsky (2000, p. 21), considerava que as “políticas creditícias e fiscais restritivas não apenas fracassam no tratamento da inflação, mas, ao causarem recessão, reforçam as tendências inflacionárias estruturais, que se explicitam tão logo o crescimento é retomado”. Como pode-se perceber, há uma proximidade entre a abordagem estruturalista de *busca das causas da inflação* e dos efeitos das políticas contracionistas com a discussão americana que ocorreu basicamente no mesmo período. Há coincidência em relação ao método e à *agenda-negativa* (isto é, o que não deve ser feito).

Há autores que consideram que os estruturalistas somente tinham uma *agenda-negativa* e eram condescendentes com a inflação⁸. Inácio Rangel, por exemplo, segundo Bielschowsky (2000, p. 234), considerava que os estruturalistas não estavam em desacordo com os males que a inflação podia provocar, apenas consideravam que era impossível crescer, nas condições latino-americanas, sem gerar inflação⁹. E, como o objetivo principal era o crescimento, avaliavam que sacrificar o nível de emprego para manter a estabilidade monetária era um grave equívoco. Portanto, se opunham às políticas de estabilização monetária. Neste aspecto, há um abismo de distância entre o debate americano e a discussão estruturalista latino-americana. Os americanos investigavam as causas para propor uma *agenda positiva* de controle da inflação e não, como o estruturalismo fazia, buscava as causas para justificar sua condescendência com a inflação.

Na visão pós-keynesiana é reconhecido que o sistema monetário não possui freios próprios para conter a inflação; existe, portanto, a necessidade de sufocar as pressões inflacionárias onde quer que elas surjam, porque se se permitir que elas floresçam, serão mais provavelmente validadas que reprimidas pelas variáveis monetárias (Cardim de Carvalho, 1992, p. 230). Então, o método pós-keynesiano é o de *busca das causas* (identificação das pressões na origem) para construir uma *agenda-positiva* de controle da inflação. O método pós-keynesiano é minucioso; identificada a origem da inflação, busca-se desenhar políticas específicas que possam sufocar a pressão inflacionária sem atingir outros setores que estão tendo um comportamento compatível com a estabilidade de preços.

⁸ Segundo Cardim de Carvalho "... os estruturalistas, ligados à Cepal, não podendo ser chamados de inflacionistas, tinham, de qualquer modo, postura bem mais condescendente no tocante à inflação. Esta era vista como funcional..." (1992, p. 205).

⁹ Inácio Rangel considerava também que as causas da inflação brasileira estavam na estrutura. Mas, a inflação não entrava em cena acionada pelo gatilho do crescimento. A inflação brasileira era causada pela vontade empresarial de elevar as margens de lucro, o que era facilitado pela estrutura oligopsonista-oligopolista de comercialização de produtos agrícolas, pela estrutura oligopólica da grande indústria brasileira e pela inexistência de controle estatal dos serviços de utilidade pública. E, também segundo Rangel, a inflação tinha como causa a instabilidade cambial em função da formação errática de preços do setor exportador (Bielschowsky, 2000, p. 234-5). Efetivamente, Inácio Rangel estava muito mais próximo do debate americano ao identificar a inflação como sendo do tipo *cost-push* – aquele tipo de inflação que é explicada muito menos pelo crescimento e muito mais pela estrutura de concorrência da economia.

3 Classificando os Tipos de Inflação¹⁰

Nesta seção, busca-se identificar quais são as variáveis que explicam a inflação. A intenção é identificar as causas da inflação para que se possa indicar as políticas antiinflacionárias adequadas, o que é feito na seção 5. Esta relação entre causa e efeito não é direta, ou seja, identificada a causa, não é necessariamente fácil recomendar o remédio que cura – simplesmente porque pode existir mais de uma política que pode obter sucesso, uma podendo provocar efeito depressivo sobre o produto e o emprego, e outra, por exemplo, gastando muito tempo para produzir os resultados desejados. Ademais, as causas identificadas podem ter maior ou menor impacto sobre a inflação, isto dependerá em grande medida da diferença entre a taxa de desemprego corrente e a taxa de pleno emprego (doravante, *hiato de emprego*), do grau de abertura e do grau de monopólio da economia. A seguir são apresentados os tipos de inflação e suas respectivas causas.

Inflação de salários - Os aumentos salariais são obtidos nas negociações entre trabalhadores e empresários. Um aumento dos salários nominais, *cet. par.*, causará inflação. Este evento é normalmente chamado de inflação de salários. Quando o hiato de emprego é reduzido, é mais fácil para os trabalhadores individualmente ou coletivamente obterem tais ganhos e é mais fácil para os empresários repassarem essa elevação de custos aos preços. Sendo assim, esse tipo de inflação tende a se tornar mais perigoso quando o hiato de emprego diminui. Um aumento de salário não causará inflação se for compensado por um aumento da produtividade¹¹. Tal aumento, por seu turno, não guarda qualquer relação com o tamanho do hiato de emprego. A capacidade dos aumentos de produtividade de manter (ou reduzir) os preços depende das barganhas entre empresários e trabalhadores, isto é, dependerá de quanto dos ganhos de produtividade se transformam em aumento de margem de lucro ou de salários. A produtividade, por sua vez, depende em grande medida da adoção de políticas de desenvolvimento tecnológico e qualificação de trabalhadores por parte do governo e por parte das empresas.

¹⁰ A classificação apresentada está baseada em Davidson (1994, caps. 9 e 12), Lavoie (1992, cap. 7) e Minsky (1986, cap. 11).

¹¹ Atesoglu (1997) se utilizando de métodos estatísticos mostrou que a inflação americana posterior à Segunda Grande Guerra até o início dos anos 1990 pode ser explicada em grande medida pela variação de salários. O autor encontrou resultados que lhe autorizam afirmar que “a inflação é determinada pelo crescimento [maior] dos salários em relação ao crescimento da produtividade” (1997, p. 640).

A inflação de salários pode ocorrer também com um hiato de emprego mais elevado, desde que um grupo significativo de trabalhadores consiga (por qualquer motivo, por exemplo, por possuir habilidades diferenciadas) obter ganhos salariais e, ainda, que os empresários não sofram pressões de demanda relevantes no seu mercado no momento da passagem dessa elevação de custos para os preços. Em outras palavras, é necessário que a indústria, em que houve o aumento de salários, tenha um elevado grau de monopólio. Contudo, tais situações são mais raras, e o mais comum é que a redução do hiato de emprego tenda a aumentar as chances da inflação de salários ocorrer - já que é sob tais condições que os empresários têm mais liberdade para aumentar preços¹².

Inflação de grau de monopólio ou inflação de lucros - Quando os empresários percebem que a demanda em seus mercados possui uma elasticidade favorável à elevação das suas *margens de lucro* provocam uma elevação de preços. Tal inflação foi chamada por Davidson (1994, p. 144) de inflação de grau de monopólio ou inflação de lucros. Lavoie (1992) classificou tal tipo como *inflação de preços administrados*. Não existe nenhuma justificativa teórica que estabeleça que as mudanças no nível de *mark-up* estão necessariamente associadas ao tamanho do hiato de emprego. Isto implica que há autores que acreditam que as margens de lucro aumentam quando a economia está em fase de crescimento, como R. Harrod, e há autores que acreditam exatamente no contrário, como M. Kalecki (Davidson, 1994, p. 144). O potencial da inflação de lucros depende diretamente do grau de monopólio da economia.

Inflação de retornos decrescentes - A inflação de retornos decrescentes, tal como chamada por Davidson (1994, p. 143), é relevante porque esse tipo de retornos está normalmente presente na economia sob *certas condições*. Em verdade, as firmas operam com retornos constantes para uma faixa muito extensa do hiato de emprego. Portanto, não é qualquer redução do hiato de emprego que provocará escassez

¹² Segundo Davidson (1994, p. 145), "... o crescimento do poder político e econômico de grupos de trabalhadores associado ao aumento da informação disponível sobre os ganhos de outros grupos criaram uma pressão que fez com que a inflação de preços-e-salários fosse considerada o mais perigoso problema econômico durante as décadas imediatamente após a Segunda Guerra Mundial. As políticas de pleno emprego implementadas pelos governos estimulavam a truculência dos trabalhadores (individualmente e coletivamente) e a aquiescência dos empresários. Quando o temor da inflação de salários aumentou, muitos governos e bancos centrais adotaram a visão que recessões planejadas são necessárias para manter os trabalhadores no seu lugar".

de insumos necessários à produção ou escassez de trabalhadores qualificados. As firmas buscam proteção, por exemplo, estocando insumos (ou *working capital* ou *goods-in-process*)¹³. Entretanto, uma redução do hiato de emprego, quando este já é baixo, faz com que a economia adentre a faixa de retornos decrescentes. Acredita-se que, quando o hiato de emprego é muito baixo, o capital torna-se mais eficiente que o trabalho (Davidson, 1994, p. 143). Nestas condições, são contratados trabalhadores menos qualificados que utilizam o capital de última geração de forma menos eficiente. As firmas não têm como se proteger da escassez de mão-de-obra qualificada. Segundo Keynes, essa é a principal razão da inflação quando a economia está em situação próxima ao pleno emprego¹⁴. Portanto, este tipo de inflação somente assume importância quando o hiato de emprego é muito baixo e sofre alguma redução¹⁵.

Inflação importada - Uma economia pode ter inflação importada do exterior. A capacidade do exterior de influenciar a trajetória de preços domésticos dependerá da variação do nível de preços internacional e da variação do valor taxa de câmbio. Quanto maior o grau de abertura da economia, maior será a inflação importada potencial. Define-se o grau de abertura de uma economia, tal como Davidson (1994, p. 204), como sendo a razão *total de gastos com importações/total de gastos domésticos com produtos e serviços finais* (ambos, numerador e denominador, medidos na moeda doméstica). Um grau de abertura maior gera maior inflação importada potencial, porque quanto mais produtos são comprados no exterior em relação ao total de produtos adquiridos pelos residentes, maior é a probabilidade de um aumento de um produto qualquer internacional influenciar o nível de preços domésticos¹⁶. Então, quanto maior o grau de abertura da economia, maior será o número de produtos importados que compõem a cesta

¹³ Para uma definição detalhada do significado do termo *working capital*, ver Davidson (1994, p. 51).

¹⁴ Para Keynes, "...se não existe oferta de trabalho especializada e treinada e a utilização desse trabalho menos adequado requer custos mais elevados com o trabalho por unidade de produto, isso significa que a taxa de retornos do equipamento se reduz quando o emprego cresce mais rápido do que seria se tal oferta de trabalho existisse" (CW, p. 7: 42).

¹⁵ Sendo assim, a abordagem pós-keynesiana da existência de retornos decrescentes difere da abordagem clássica (em que qualquer redução do hiato de emprego provoca aumento de custos e preços).

¹⁶ Em Davidson (1994, p. 205) pode ser encontrada uma tabela que mostra o grau de abertura de diversas economias avançadas e emergentes entre 1970 e 1988. A tendência é de aumento do grau de abertura da maioria dessas economias.

doméstica de cálculo da inflação. Se a taxa de câmbio permanece constante, mas houve um aumento em dólares de produtos importados que compõem a cesta de compras domésticas, *cet.par.*, haverá inflação. O mesmo ocorre se os preços dessas mercadorias não se alteram em dólares, mas há uma desvalorização da moeda doméstica em relação ao dólar. Em ambos os casos há aumento de preços na moeda doméstica.

O potencial da inflação importada pode ser explicado também pelo hiato de emprego e pelo grau de monopólio da economia. Uma elevação de preços (na moeda nacional) de produtos importados, seja devido a uma variação cambial seja em virtude de um aumento de preços em dólares, representa um custo para as empresas que utilizam ou comercializam tais produtos na economia doméstica. Como qualquer outro custo, são mais facilmente repassados aos preços quando o hiato de emprego é baixo ou quando o grau de monopólio (do setor atingido pelo problema externo) é elevado¹⁷.

Choques de oferta inflacionários - Consideram-se choques inflacionários somente aqueles choques domésticos de oferta que podem provocar um aumento de custos. Davidson (1994, p. 158) chamou a inflação decorrente de tais choques de *inflação spot* ou *inflação de commodity*. Os choques de oferta tendem a causar aumentos de custos, como exemplos podem ser citados a quebra de uma safra agrícola ou a escassez de energia elétrica. Como todos os outros aumentos de custos apontados anteriormente, os aumentos de custos advindos de choques de oferta domésticos serão mais facilmente repassados aos preços quando o hiato de emprego for menor. Se o hiato de emprego não é reduzido, mas o setor atingido possui elevado grau de monopólio, os custos serão repassados aos preços, *cet.par.*, causando inflação. Logo, o potencial da inflação de *commodity* depende do hiato de emprego e do grau de monopólio da economia. Quando o hiato de emprego é elevado e o grau de monopólio é baixo, um choque negativo de oferta pode causar somente compressão de margens de lucro.

Inflação de impostos - Os impostos são determinados pelo governo central. Quando a alíquota de impostos é alterada, *cet.par.*, há um impacto direto sobre o nível de preços. A alíquota de tributação é deter-

¹⁷ Arestis e Milberg (1993, 1994) mostraram que, nos Estados Unidos e no Reino Unido (no período 1972-1989), o *pass-through* (que é o grau com que uma variação da taxa de câmbio afeta os preços internamente) pode ser limitado, ou seja, a variação de custos não é integralmente repassada aos preços porque dependerá do grau de competição da indústria afetada (numa visão kaleckiana) ou dos planos de investimentos futuros das firmas atingidas (numa visão Eichneriana).

minada com base nas necessidades de gastos públicos¹⁸. O aumento de alíquotas, *cet.par.*, tende a ter um impacto maior sobre os preços quando os empresários podem repassar o aumento de custos tributários aos preços, e tal liberdade é maior quanto menor é o hiato de emprego. Portanto, o potencial da inflação causada por um choque tributário será maior quanto menor for o tamanho do hiato de emprego e maior o grau de monopólio da economia. Os aumentos de alíquotas podem também causar um efeito considerável sobre o nível de preços, mesmo quando o hiato de emprego não for baixo, bastando que o aumento de alíquota incida sobre os produtos que sejam negociados em mercados com elevado grau de monopólio (em que os empresários repassam facilmente uma elevação de custos aos preços).

Inflação de demanda - A inflação de demanda ocorre quando o hiato de emprego não é mais positivo. Neste estágio, os aumentos de gastos do governo, de investimento ou de consumo provocam inflação, *cet.par.*. Sendo assim, a inflação de demanda potencial tende a se elevar quando o hiato de emprego é zero. Uma vez alcançado o pleno emprego, novos trabalhadores somente aceitarão trabalhar por um salário real mais elevado (adotando-se, é óbvio, a hipótese de que não há mudanças nas preferências trabalho-lazer). Para haver aumento de salários reais, nessas condições, necessariamente terá que haver um aumento de salários nominais e um aumento de preços. Caso o primeiro tenha um aumento superior ao segundo, pode-se dizer que, pelo menos inicialmente, haverá em situação de inflação de demanda uma compressão percentual das margens de lucro, embora o volume total de lucros seja maior.

A identificação das causas da elevação do nível de preços permitiu, portanto, a classificação de sete tipos de inflação: (i) inflação de salários, (ii) inflação de lucros, (iii) inflação de rendimentos decrescentes, (iv) inflação importada, (v) choques inflacionários, (vi) inflação de impostos e (vii) inflação de demanda. Nas seções seguintes discutir-se-

¹⁸ Nem sempre uma alíquota maior terá como contrapartida uma arrecadação maior. É amplamente aceita a ambigüidade existente entre o valor da alíquota de impostos e a receita tributária expressa pela curva de Laffer. Essa curva foi construída sob a idéia que o governo terá arrecadação nula se a alíquota for zero e terá também arrecadação nula se a alíquota for de 100% (pois ninguém aceitaria realizar transações e repassar ao governo o total apurado). Em outras palavras, pode-se ter a mesma arrecadação com uma alíquota baixa ou alta. Então, o governo deveria tributar com uma alíquota que maximizasse a sua receita e minimizasse a sonegação como indica a curva de Laffer; aumentar a alíquota depois de alcançado esse ponto poderia reduzir a receita do governo.

ão qual o efeito de uma elevação da taxa de juros sobre cada tipo específico de inflação e quais instrumentos, segundo a abordagem pós-keynesiana, são adequados ao controle de cada forma específica de inflação.

4 A Inflação, o Desemprego e a Taxa de Juros

Dos sete tipos de inflação apresentados na classificação anterior, seis são verdadeiramente tipos de inflação de custos. Só a *inflação de demanda*, obviamente, não é uma inflação de custos. Em verdade, para os pós-keynesianos, qualquer inflação que ocorre em situação em que a economia está aquém do pleno emprego é *um problema do lado da oferta*.

Quando a taxa de desemprego se reduz em direção à taxa de pleno emprego, os empresários tendem a contratar trabalhadores mais ineficientes, adentrando a faixa em que os custos por unidade produzida são crescentes e, portanto, emerge a inflação de retornos decrescentes. Os trabalhadores tentarão reagir à elevação de preços reivindicando aumentos salariais. A força da reivindicação é proporcional à redução do desemprego, assim como a capacidade de absorver tais demandas por parte dos empresários é proporcional ao crescimento da demanda por seus produtos. Como a demanda por seus produtos é crescente, avaliam que podem, no mesmo movimento de repasse de custos salariais aos preços, aumentar suas margens de lucro. O resultado é que a redução do hiato de emprego da economia faz emergir uma tendência inflacionária, a menos que existam movimentos compensatórios sobre o nível geral de preços, tais como, um aumento da produtividade, um choque positivo de oferta, uma redução de alíquota dos impostos, uma queda nos preços internacionais ou uma valorização da moeda nacional.

Diante de qualquer tendência de elevação do nível de preços, segundo a regra convencional moderna de disciplina do uso da política monetária e de busca da manutenção da inflação sob controle, eleva-se a taxa de juros. Não há dúvida de que tal política será bem-sucedida na medida em que reduz o nível de investimentos privados (e pelo efeito multiplicador), resfria toda a demanda da economia. Com o aumento do hiato de emprego, dificulta-se a passagem de custos aos preços e quebra-se a tendência inflacionária. Sendo assim, economias administradas sob esta disciplina de política monetária não tendem a ge-

rar inflação de demanda porque a taxa corrente de desemprego jamais se aproxima da taxa de pleno emprego. Mas o custo de se manter a estabilidade monetária é manter a economia em estado de permanente *stop-and-go* ou, na média, *semideprimida*, com uma elevada taxa de desemprego média. Foi por isso que Davidson (1978, p. 245) disse: "... as modernas economias flutuarão entre a *Scylla* da inflação e o *Charybdis* do desemprego."¹⁹ A alternativa pós-keynesiana de controle da inflação não é o resfriamento de toda a economia, não é 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 oferta, diretamente atacando o foco inflacionário.

5 As Políticas Antiinflacionárias Pós-keynesianas

Weintraub e Wallich (1978) desenvolveram uma política antiinflacionária, que foi incorporada pela teoria pós-keynesiana (ver, por exemplo, Davidson (1978 e 1994)), que pode contribuir para quebrar essa lógica perversa que condena a economia a enfrentar *Scylla* ou *Charybdis*, sem qualquer outra escolha. Tal política foi batizada de TIP (ou *tax-based on incomes policy*). A concepção básica da TIP é que aumentos salariais ou de lucros acima das possibilidades oferecidas pelos ganhos de produtividade são prejudiciais para toda a sociedade. Sugere-se, então, a conformação de uma regra de pagamento de impostos que incida sobre as grandes empresas que concedem aumentos salariais ou aumentam suas margens de lucro acima das possibilidades oferecidas pelos aumentos de produtividade. As firmas que concedem tais aumentos estão impondo um custo a toda a sociedade, tal como as firmas poluidoras do meio ambiente fazem quando, por exemplo, jogam dejetos em um rio além do limite estabelecido pelo governo. A TIP deve conformar uma estrutura de desincentivos com impostos mais elevados sobre as firmas que realizam um aumento de preços para manter (ou elevar) as suas margens diante de um aumento salarial (ou de lucros).

¹⁹ *Scylla* e *Charybdis* são figuras da mitologia grega. São monstros que vivem no mar e que devoram embarcações. *Charybdis* mora numa caverna em frente à caverna onde habita *Scylla*. Então, quando se tenta evitar um dos monstros, encontra-se com o outro de frente. Logo, a expressão é utilizada quando a tentativa de se evitar uma situação perigosa, leva a outra situação também perigosa.

Uma política de elevação da taxa de juros, como proposta pela regra convencional de disciplina da política monetária, não possui um mecanismo de diferenciação entre as firmas e trabalhadores que estão gerando inflação e aqueles que estão tendo um comportamento compatível com a estabilidade de preços. Muitas firmas *inocentes* (isto é, aquelas que não realizaram aumentos de 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 involuntariamente desempregados. A política de elevação de juros utiliza-se da tática de provocar um resfriamento geral da economia, para buscar convencer *todas* as firmas de que não podem aceitar as demandas dos trabalhadores ou de seus proprietários porque não terão condições de repassá-las aos preços. A política antiinflacionária de elevação dos juros derruba a inflação. Entretanto, condena a economia a um estado de *semi-resfriamento* permanente com altas taxas de desemprego e baixas taxas de investimento (em média)²⁰.

A TIP pode conter somente dois dos sete tipos de inflação descritos: a inflação de salários e a inflação de lucros. A inflação de rendimentos decrescentes, tal como as duas anteriores, não deve também ser combatida com nenhuma política macroeconômica, como a elevação dos juros ou uma contração dos gastos públicos. A consequência de tais políticas é a redução da demanda e, portanto, seria uma tentativa de trazer as firmas de volta para faixa da curva de custos onde estes são constantes. Entretanto, a inflação de rendimentos decrescentes deve ser considerada como um custo que toda a sociedade terá que enfrentar em uma situação de crescimento se não possuir um programa permanente de treinamento/qualificação dos trabalhadores e políticas de desenvolvimento tecnológico. Portanto, no curto prazo, essa inflação não tem como ser evitada. Mas, no longo prazo, deve ser eliminada, se políticas adequadas estão sendo implementadas. Cabe ressaltar, que longe de qualquer condescendência inflacionista, não está se propondo aqui que esse é um tipo de inflação inevitável e, portanto, que deve ser considerado como aceitável. Qualquer tipo de inflação é inaceitável. O que está se ressaltando é que os efeitos das políticas apropriadas não são imediatos.

²⁰ Cecchetti (1998) avaliou que quanto mais o *Federal Reserve System* tentou controlar a inflação nos Estados Unidos, desde os anos 1980, através da elevação da taxa de juros, maior foi o desemprego daí decorrente. Em outras palavras, quanto menor a variância da inflação, maior foi a variância do produto.

Uma inflação de impostos, por sua vez, deve ser evitada pelo próprio governo que deve estar comprometido com a estabilidade do valor da moeda. Esse é um dos tipos de inflação mais fáceis de ser combatido. Basta que o governo (e não somente o seu banco central) também seja responsável pela estabilidade do valor da moeda. Os pós-keynesianos são contrários à divisão do governo em instituições independentes, tal como a constituição de um banco central autônomo que seria responsável pelo cumprimento de uma meta inflacionária (ver, por exemplo, Cardim de Carvalho (1995)) e o governo central que seria, na visão convencional, responsável fundamentalmente por manter o seu orçamento equilibrado (ver, por exemplo, Goodhart (1995)). Nesta configuração, aceita e proposta pela teoria convencional, o governo poderia aumentar os impostos e, simultaneamente, o banco central aumentar a taxa de juros, ambos buscando atingir as suas metas. Numa concepção totalmente diferente da convencional, a sugestão pós-keynesiana seria que os governos deveriam é reduzir os impostos, se fosse possível, daquelas empresas que tiveram seus custos inevitavelmente aumentados, para que estas mantivessem suas margens e não aumentassem seus preços. Esta proposta é complementar à TIP²¹.

A inflação importada deve ser combatida, no curto prazo, com políticas cambiais, políticas tributárias e políticas monetárias complementares e direcionadas²², mas preferencialmente deve ser combatida com políticas industriais de incentivo ao investimento voltado para a exportação e para a substituição de importações – que podem ser consideradas políticas com efeitos de longo prazo. O investimento voltado para a exportação contribuiria para reduzir a escassez de reservas internacionais, diminuindo as pressões altistas sobre o preço do dólar. O investimento voltado para a substituição de importações, além de con-

²¹ O governo federal brasileiro sugeriu aos governos dos estados, no mês de janeiro de 2002, que reduzissem os impostos que incidem sobre a comercialização da gasolina objetivando reduzir o seu preço.

²² Os instrumentos de política cambial que podem ser utilizados são a venda de reservas internacionais e de títulos públicos dolarizados. O instrumento de política tributária que pode ser utilizado é a redução das alíquotas de impostos sobre os setores atingidos pela inflação importada. O instrumento de política monetária complementar e direcionado que pode ser usado é, por exemplo, a ampliação dos percentuais de recolhimento compulsório sobre os depósitos bancários para diminuir a pressão de demanda sobre o mercado de câmbio. O Banco Central do Brasil, em outubro de 2001, conseguiu reduzir drasticamente a cotação do dólar atuando pelo lado da oferta (vendendo títulos cambiais e dólares), mas foi atuando principalmente pelo lado da demanda no mercado de câmbio que obteve sucesso, porque, ao mudar as regras de recolhimento dos depósitos compulsórios dos bancos, reduziu a capacidade dessas instituições de comprar dólares.

tribuir com a redução das pressões de demanda sobre o preço do dólar, defende a economia da alta de preços internacionais, pois estes deixariam de compor a cesta doméstica de compras. Embora não seja aconselhável, pois mantém a economia em estado de *semi-resfriamento* e não em estado de *quase-boom*²³, como seria desejado, a elevação da taxa de juros também pode ser bem-sucedida para combater a inflação importada. Primeiro, pois pode ser capaz de atrair dólares e reduzir o valor do câmbio e, segundo, ao reduzir a demanda interna diminuiria a quantidade demandada de produtos importados, inclusive daqueles produtos que tiveram seus preços aumentados no mercado internacional.

Os potenciais efeitos dos choques inflacionários, ou *inflação spot* ou de *commodity*, podem ocorrer quando há um imprevisto e repentino aumento na demanda ou uma redução da oferta de alguma *commodity* para entrega imediata. “Esse tipo de inflação pode ser facilmente evitada se existe alguma instituição que não está orientada pelo auto-interesse, e que manterá um estoque de proteção (*buffer stock*) para prevenir variações imprevistas que induzem amplas variações do preço *spot*” (Davidson, 1994, p. 158). Um estoque de proteção nada mais é que o estoque de alguma *commodity* que pode ser colocado ou retirado do mercado à vista para proteger a sociedade de variações da demanda ou da oferta que causariam variações de preços. Se os preços das *commodities* se tornam estáveis, tal situação estabilizará a renda de seus produtores, estimulando o investimento e aumentando a produtividade na produção dessas mercadorias e, conseqüentemente, possibilitando um mais rápido crescimento econômico e do nível de emprego (Davidson, 1994, p. 159-60).

Há alguns países (o Brasil, por exemplo) que possuem *preços administrados por contratos ou regulados pelo governo*. São aqueles que são reajustados automaticamente segundo regras contratuais de indexação ou regulados em negociações com o poder público, sendo a dolarização de preços a mais comum das regras de indexação; em geral, o valor das tarifas públicas é que são administrados por contrato ou regulados, como o preço da energia elétrica, saneamento, transporte público, correios ou da telefonia²⁴. Os contratos de administração de preços são assinados entre o governo e a empresa provedora de serviços públicos

²³ Segundo Keynes (CW, 7, p. 322), “... o remédio correto para o ciclo econômico não consiste em evitar os *booms* e assim nos manter permanentemente em uma semidepressão, mas em abolir as depressões e nos manter deste modo permanentemente em *quase-boom*”.

²⁴ Segundo o IBGE, o peso dos preços administrados ou regulados no cálculo do índice IPCA é de 28,83.

(por exemplo, uma empresa detentora dos serviços geração e de distribuição de energia) porque representam uma vantagem ou proteção para esta última. Os contratos são assinados exatamente porque a variação de preços desejada pela empresa não está relacionada diretamente com a sua variação de custos. Está relacionada, por exemplo, com a necessidade da manutenção das receitas da empresa em dólares, já que esta, em geral, possui sua matriz no exterior e deseja manter o valor de compra das remessas de lucros. Geralmente, a regra de administração de preços por contrato é instituída no período de privatização de empresas públicas por representar um atrativo para os potenciais compradores estrangeiros.

No caso de preços administrados por contrato, o receituário convencional de elevação da taxa de juros para promover o combate à inflação não pode obter sucesso. Esse receituário está baseado na promoção da inibição das empresas para realizar a passagem de custos aos preços. Entretanto, essas empresas, em geral, são monopolistas e estão protegidas pelos contratos. A taxa de juros pode somente ser utilizada para tentar derrubar as cotações do dólar. Mas a causa do problema não é a elevação do dólar - o que pode ser até necessário e benéfico para se atingir outros objetivos macroeconômicos como o de estimular as exportações para garantir o financiamento do balanço de pagamentos. A causa é a existência de contratos de administração de preços. Portanto, todo e qualquer contrato legal desse gênero deve ser eliminado (após seu período de vigência) e novos contratos dessa natureza devem ser proibidos. Se existem instrumentos jurídico-legais (os contratos) que estimulam a inflação, outros instrumentos de mesmo tipo devem ser utilizados (por exemplo, leis que proíbem esse tipo de contrato) para desestimulá-la.

Por último, resta tratar da inflação de demanda. O diagnóstico deste tipo de inflação e seu tratamento foram identificados por Keynes (CW, 29, p. 235) que sugeriu que as medidas de expansão fossem relaxadas um pouco antes que o pleno emprego fosse atingido. Este tipo de inflação, se ocorrer, deve ser combatido com políticas macroeconômicas contracionistas, principalmente, com a redução de gastos governamentais públicos. Se os gastos de forma generalizada, de consumo ou de investimento, público ou privado, estão pressionando os preços para cima, então a economia, sem qualquer discriminação, deve ser resfriada, para ser mantida em situação de *quase-boom* e não de *superboom*. Para este tipo específico de inflação, a proposição dos defensores da regra convencional de manipulação da taxa de juros para manter a

estabilidade monetária é também eficaz. Tal política de elevação de juros, nessas condições específicas, poderia não criar um hiato de emprego positivo. Cabe ser ressaltado, entretanto, que a regra convencional que disciplina a política monetária, como foi visto, impediria a economia de alcançar o pleno emprego e, portanto, de contrair uma inflação de demanda.

É importante ainda mencionar que um ambiente favorável para a implementação das políticas antiinflacionárias pós-keynesianas é aquele em que a sociedade também está comprometida com os objetivos apontados pelas autoridades. Um ambiente favorável é *um ambiente de cooperação, de busca de consenso*. Em estruturas econômicas e sociais diferenciadas, determinados agentes econômicos são mais ou menos capazes de influenciar os resultados das políticas econômicas. Sendo assim, é muito importante existir cooperação entre eles visando ao consenso (Arestis, 1997, p. 437). Qualquer política depende fortemente de cooperação e, se possível, de consenso, entre o banco central, o governo, os empresários e os trabalhadores.

Como decorrência da visão pós-keynesiana, a sociedade através de seus organismos, tais como sindicatos e associações, deveria estar comprometida também com o controle da inflação. Um ambiente de cooperação e de busca de consenso deveria ser construído para que a inflação pudesse ser controlada com mais certeza e menos atritos (por exemplo, entre os membros do legislativo, do executivo, o corpo de dirigentes do banco central, as associações de empresários e de trabalhadores). Conseqüentemente, instrumentos específicos jurídicos, de política tributária, monetária, cambial, industrial e outros deveriam ser utilizados *todos juntos* para controlar a inflação. Não deveria ser somente uma instituição (o banco central) com a sua política (a monetária) a responsável pelo controle da inflação.

6 Sumário e Conclusões

Foi mostrado que as causas da inflação em situações em que a economia está aquém do pleno emprego têm origem do *lado da oferta*. São diversas pressões que elevam os custos que são repassados aos preços. Por exemplo, são pressões advindas de aumentos salariais, aumentos de margens de lucro ou ainda aumentos dos preços de insumos importados. A conclusão pós-keynesiana é que deve ser utilizado um instrumento diferente para cada causa inflacionária. Ademais, esses

instrumentos antiinflacionários devem atacar a causa do problema e não tentar sufocar o aparecimento dos sintomas, que é a elevação geral dos preços. Se a causa da inflação é, por exemplo, um aumento de salários além das possibilidades oferecidas pelo aumento de produtividade, então, esta variação salarial é que deve ser reprimida (e não a tentativa de passagem aos custos do aumento salarial já concedido). Não há dúvida de que uma política antiinflacionária que ataca os sintomas, como a elevação da taxa de juros, pode ser bem-sucedida. Entretanto, ela provoca um efeito colateral nefasto: deprime o objeto que possui os sintomas, ou seja, deprime a economia, causando desemprego e redução das taxas de crescimento do produto. Esses efeitos surgem porque se utiliza um receituário que busca corrigir problemas que estão do *lado da oferta* com um instrumento (a taxa de juros) que atua sobre o *lado da demanda*.

Uma política antiinflacionária mais adequada do que a simples elevação da taxa de juros é, por exemplo, a TIP (ou política de renda baseada em impostos) porque busca inibir o aparecimento das causas ao invés de deixar o campo livre para que floresçam. É uma política preventiva que busca criar inibidores de ações que individualmente são racionais (a reivindicação de aumento salarial, por exemplo), mas que causam prejuízos coletivos (a inflação). Quando o trabalhador ou o empresário deseja aumentar a sua remuneração, eles não levam em conta os custos da inflação para o conjunto de agentes econômicos. O trabalhador somente avalia as possibilidades de prejuízo individual, como a perda do emprego; e o empresário somente avalia a possibilidade de perda de mercado. A TIP tenta fazer com que os custos inflacionários sejam também considerados pelas partes envolvidas quando desejam aumentar salários ou lucros e preços. Com a instituição da TIP, as partes envolvidas teriam que pagar pelo prejuízo que causariam à coletividade.

Todos os demais instrumentos antiinflacionários pós-keynesianos apresentados também estão focalizadas nas causas da inflação. Entretanto, eles não se caracterizam pela constituição de regras de desincentivo/inibição. São instrumentos que buscam eliminar algumas das causas da inflação para sempre, desde que a ação destes instrumentos seja permanente. Um programa de qualificação e treinamento de trabalhadores associado a políticas de desenvolvimento tecnológico (para elevar a produtividade), uma administração tributária não-inflacionária, uma política industrial de incentivo às exportações e de substituição de importações, a constituição de instituições voltadas para a

administração de estoques reguladores de preços e a proibição legal de indexação de contratos de preços são instrumentos que podem eliminar as causas mais freqüentes da inflação. Quando tais iniciativas, que além de serem antiinflacionárias são desenvolvimentistas, são permanentes e há uma estrutura de tributação do tipo TIP, o governo deve tão-somente estar preocupado em evitar a inflação de demanda. A proposta pós-keynesiana é muito mais que uma política macroeconômica antiinflacionária. É um programa permanente de combate à inflação que envolve reformas estruturais, a construção de instituições e a utilização de instrumentos específicos de política econômica.

Referências Bibliográficas

ATESOGLU, H.S. (1997). A Post Keynesian explanation of U.S. inflation. *Journal of Post Keynesian Economics*, 19(4).

ARESTIS, P. (1997). Post Keynesian Economic Policies for 'World Prosperity'. In: Arestis, P.; Palma, G.; Sawyer, M. (editors), *Markets, Unemployment and Economic Policy - Essays in honour of Geoff Harcourt* - vol. 2. London: Routledge.

———. (1992). *The Post-Keynesian Approach to Economics*. Cheltenham: Edward Elgar.

ARESTIS, P.; Milberg, W. (1993-4). Degree of monopoly, pricing, and flexible exchange rates. *Journal of Post Keynesian Economics*, 16(2).

BERNANKE, B.; Laubach, T.; Mishkin, F.; Posen, A. (1999). *Inflation Targeting: lessons from the international experience*. Princeton: Princeton University Press.

BIELSCHWSKY, R. (2000). *Pensamento Econômico Brasileiro 1930-1964*. Contraponto: Rio de Janeiro. 4ª Edição.

BRONFENBRENNER, M.; Holzman, F. (1963). Survey of inflation Theory. *American Economic Review*. September.

CARDIM de Carvalho, F. (1995). The Independence of Central Banks: a critical assessment of the arguments. *Journal of Post Keynesian Economics*, 18(2).

———(1992). Alta Inflação e hiperinflação: uma visão pós-keynesiana. In: Belluzzo, L.G.; Batista Jr., P.N. (organizadores). *A luta pela Sobrevivência da Moeda Nacional*. São Paulo: Paz e Terra.

CECCHETTI, S.G. (1998). Policy rules and targets: framing the central banker's problem. *Federal Reserve Bank of New York Policy Review*, June.

DAVIDSON, P. (1994). *Post Keynesian Macroeconomic Theory*. Cheltenham: Edward Elgar.

———. (1978). *Money and the Real World*. London: Macmillan.

- FRIEDMAN, M. (1968). The of Role of Monetary Policy. *American Economic Review*. March.
- GOODHART, C. (1995). *Central Banking and Financial System*. London: MacMillan.
- HALDANE, A.; Salmon, C. (1995). Three issues on inflation targets. In: Haldane, A. (org.). *Targeting Inflation*. London: Bank of Engand.
- KEYNES, J.M. (CW). *The Collected Writings of John Maynard Keynes*. London: Macmillan. Os volumes da coleção são mencionados com a notação CW seguido do seu número.
- LAVOIE, M. (1992). *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*. Cheltenham: Edward Elgar.
- MACHLUP, F. (1960). Another view of cost-push and demand-pull. *Review of Economics and Statistics*. May, 42.
- MEEK, P. (1982). *Central Banks Views on Monetary Targeting*. New York: The Federal Reserve Bank of New York.
- MENDONÇA, H.F. (2001). Metas Inflacionárias: uma análise preliminar para o caso brasileiro. *Economia Aplicada*, 5(1).
- MINSKY, H. (1986). *Stabilizing an Ustable Economy*. New Haven: Yale University Press.
- REGO, J.M. (organizador) (1986). *Inflação Inercial, Teorias sobre Inflação e o Plano Cruzado*. São Paulo: Paz e Terra.
- TAYLOR, J. (1994). The inflation Output variability trade-off Revisited. In: *Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policy Makers*. Federal Reserve Bank of Boston.
- TOBIN, J. (1996). *Essays in Economics: National and International*. Cambridge (Mass): MIT Press.
- WEINTRAUB S.; Wallich, H. (1978). A Tax-based incomes policy. In: Weintraub, S. (org.), *Keynes, Keynesians and Monetarists*. Philadelphia: University of Pennsylvania Press.
- WICKSELL, K. (1997). A influência da taxa de juros sobre os preços. In: Carneiro, R. (organizador). *Os Clássicos da Economia*. São Paulo: Editora Ática.
- WRAY, R. (1997). Deficits, inflation, and monetary policy. *Journal of Post Keynesian Economics*, 19(4).