



**Texto para Discussão 024 | 2014**

***Discussion Paper 024 | 2014***

## **Mecanismo de transmissão da política monetária: aspectos microeconômicos dos problemas macroeconômicos**

**André de Melo Modenesi**

*Professor Adjunto do Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro  
(IE/UFRJ)*

*Pesquisador do CNPq*

**Camila Cabral Pires-Alves**

*Professora Adjunta do IE/UFRJ*

**Norberto Montani Martins**

*Mestre em Economia, IE/UFRJ*

*Pesquisador do Grupo de Estudos sobre Moeda e Sistema Financeiro*

**Karla Vanessa Leite**

*Professora Assistente da Universidade Federal de Juiz de Fora (UFJF)*

*Doutoranda do IE/UFRJ*

This paper can be downloaded without charge from  
<http://www.ie.ufrj.br/index.php/index-publicacoes/textos-para-discussao>

# **Mecanismo de transmissão da política monetária: aspectos microeconômicos dos problemas macroeconômicos\***

**Novembro, 2014**

## **André de Melo Modenesi**

*Professor Adjunto do Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ)*

*Pesquisador do CNPq*

## **Camila Cabral Pires-Alves**

*Professora Adjunta do IE/UFRJ*

## **Norberto Montani Martins**

*Mestre em Economia, IE/UFRJ*

*Pesquisador do Grupo de Estudos sobre Moeda e Sistema Financeiro*

## **Karla Vanessa Leite**

*Professora Assistente da Universidade Federal de Juiz de Fora (UFJF)*

*Doutoranda do IE/UFRJ*

---

\* Os autores agradecem a contribuição de Eduardo Pontual Ribeiro, Professor Associado do IE/UFRJ. As opiniões aqui expressas não necessariamente refletem a posição das instituições às quais os autores estão ligados.

## Abstract

This paper aims at discussing the transmission mechanism of monetary policy in light of microeconomic price-setting and competition theories. In general, the description of this mechanism is based on the interest rate-demand-prices macroeconomic circuit and neglects relevant microeconomic factors influencing the relationship among these variables, particularly, the demand-prices component. More specifically, this paper aims at describing the influence of microeconomic factors on the transmission of monetary policy, especially the heterogeneity of market power and of competition in different sectors. We argue that oligopolies could be more immune to monetary contractions, as the competition does not necessarily occurs through prices, and, simultaneously, have a greater capacity in passing on to prices increases in costs. Besides, taking the micro elements into consideration highlights the sectorial heterogeneity in the absorption of monetary shocks, probably related to the complexity and difficulty of aggregation of individual firms behavior and their interaction. In this sense, the closest to the ideal would be the adoption of a typology to reflect the determinant elements that explain the existence of this heterogeneity and its reflex to the monetary policy's efficacy.

**Keywords:** transmission mechanism of monetary policy; inflation; market structure; competition; antitrust policy.

**JEL Codes:** D40; D43; E31; E43; E52; L40

## Resumo

O presente artigo tem como objetivo discutir o mecanismo de transmissão da política monetária à luz das teorias microeconômicas de concorrência e determinação dos preços. Como, em geral, este mecanismo é descrito a partir do circuito juros-demanda-preços em nível macroeconômico, ele negligencia fatores microeconômicos relevantes que influenciam as relações entre estas variáveis, em especial, no caso do componente demanda-preços. De modo específico, o artigo busca descrever a influência destes fatores microeconômicos na transmissão da política monetária, com destaque para a heterogeneidade do grau de poder de mercado e da dinâmica concorrencial nos diferentes setores. Argumenta-se que, via de regra, setores oligopolizados podem ser relativamente imunes a efeitos contracionistas da política monetária, visto que não necessariamente concorrem via preço, ao mesmo tempo que teriam maior domínio sobre sua política de precificação, o que poderia indicar maior de repassar aumentos de custo para os preços. Além disso, a ampliação para a discussão sob uma perspectiva micro nos leva à consideração de fatores de heterogeneidade setoriais na absorção dos choques da política monetária, como consequência da complexidade e dificuldade de agregações do comportamento da empresa. Nesse sentido, a opção por uma tipologia que abrangesse os fatores determinantes para a heterogeneidade na absorção dos choques seria o desenho mais próximo do ideal.

**Palavras chave:** mecanismo de transmissão da política monetária; inflação; estruturas de mercado; competição; política de defesa da concorrência.

**Código JEL:** D40; D43; E31; E43; E52; L40

# 1 Introdução

A teoria macroeconômica derivada do Novo Consenso Macroeconômico (NCM), de caráter marcadamente novo-keynesiano, tem como um de seus elementos constituintes a busca por microfundaamentos que justifiquem as imperfeições nos mercados de trabalho ou produtivos. São estes microfundaamentos que “ajudam” a explicar a não neutralidade da moeda nestes modelos, tanto a curto prazo, como a longo prazo (modelos de histerese), e os comportamentos dos agentes neste ambiente econômico.

A busca pela “microfundamentação” dos modelos macroeconômicos, contudo, não se reproduziu, aparentemente, no desenvolvimento do receituário de política econômica, em especial, no caso do regime de metas de inflação (RMI)<sup>1</sup>. Ainda que suas raízes possam ser encontradas no projeto de pesquisa novo-clássico (Snowdown e Vane, 2005: 242-66), é sob as hipóteses novo-keynesianas que o regime ganha corpo e se desenvolve como arcabouço de referência para a política monetária.

O RMI é uma estratégia de condução da política monetária que tem como maior objetivo a estabilidade de preços. Esta, por sua vez, seria buscada, fundamentalmente, pela calibragem da taxa básica de juros, conforme previsto pela chamada *Regra de Taylor* (1993). Em outras palavras, desvios da inflação – ou do produto – em relação a seu nível ou trajetória “natural” – ou “potencial” – deveriam ser corrigidos por mudanças nas taxas de juros, que, através da demanda, restaurariam as posições almejadas ou mitigariam eventuais choques de preço.

A transmissão dos efeitos de variações na taxa de juros para a demanda e, acredita-se, num momento posterior, para o nível de preços é fundamental para o adequado funcionamento da política monetária e para os resultados que a corrente teórica defensora deste regime almeja alcançar. É, portanto, com a popularização do RMI a partir da década de 1990 que cresce, substancialmente, o interesse pelo estudo do chamado mecanismo de transmissão da política monetária.

---

<sup>1</sup> Neste caso, podemos conceber o uso do termo “microfundamento” como uma metáfora ruim, em linha com o discutido por King (2012).

O conhecimento do modo de funcionamento da transmissão da política monetária, das nuances subjacentes e dos eventuais problemas relacionados passou a ser um pré-requisito para a utilização deste regime, bem como para a capacidade preditiva das autoridades perante as políticas adotadas.

Alguns dos principais bancos centrais do mundo, que adotam explicitamente o RMI, como, por exemplo, o Banco da Inglaterra e o Banco Central do Brasil, apresentam o mecanismo de transmissão destacando tão somente ou privilegiando os fatores macroeconômicos relativos às condições de demanda agregada. Este fato resulta, em larga medida, da assunção da hipótese de neutralidade da moeda, em última instância, relacionada a alguma versão mais ou menos sofisticada da Teoria Quantitativa da Moeda. Como expresso pelo Banco da Inglaterra (1999: 62):

“Monetary policy works largely via its influence on aggregate demand in the economy. It has little direct effect on the trend path of supply capacity. Rather, in the long run, monetary policy determines the nominal or money values of goods and services – that is, the general price level. An equivalent way of making the same point is to say that in the long run, monetary policy in essence determines the value of money—movements in the general price level indicate how much the purchasing power of money has changed over time. Inflation, in this sense, is a monetary phenomenon.”.

Avançando sobre os principais canais de transmissão da política monetária, segundo esta corrente, são elencadas cinco principais possibilidades inerentes ao mecanismo de transmissão tradicionalmente descrito: (i) a estrutura a termo da taxa de juros; (ii) o crédito; (iii) as expectativas; (iv) o preço dos ativos; e (v) a taxa de câmbio. Todas têm caráter essencialmente macroeconômico, isto é, descrevem o mecanismo de transmissão a partir do circuito juros-demanda-preços em nível macroeconômico, negligenciando fatores microeconômicos relevantes que influenciam as relações entre estas variáveis, em especial, no caso do componente demanda-preços.

A questão relativa à omissão dos fatores microeconômicos é que, independentemente do debate sobre a neutralidade da moeda – i.e., mesmo se aceitando esta hipótese –, a negligência destes fatores na descrição da dinâmica dos preços pode implicar previsões

enganosas e, principalmente, o funcionamento adverso ao previsto pela teoria da política monetária novo-keynesiana.

Aparentemente, esta teoria descreve o mecanismo de transmissão numa situação em que todos os mercados se encontram em um ambiente de concorrência perfeita, com as firmas se comportando como tomadoras de preços ou, ao menos, reagindo com variações de preço a qualquer variação na demanda, em linha com a teoria microeconômica neoclássica mais tradicional. Negligencia, portanto, discussões mais fundamentais sobre o processo de formação de preços e a dinâmica competitiva dos diferentes mercados, que ganharam lugar na microeconomia ao longo do último século.

Em outro exemplo, suponhamos que mudanças na política monetária gerem mudanças nas condições de custo enfrentadas pelas empresas, no caso, devido a um aumento no custo do capital (como subproduto do aumento da taxa de juros): as firmas com maior poder de mercado, e.g., firmas líderes de preço devido a seu tamanho no mercado<sup>2</sup>, podem repassar este aumento de custo para os preços e desencadear uma rodada de elevação de preços naquele mercado.

Ou seja, devido a fatores exclusivamente microeconômicos, o mecanismo de transmissão da política monetária pode funcionar de forma adversa ou, ao menos, de modo heterogêneo dentro de um mesmo sistema econômico, a depender das características da estrutura e/ou da concorrência em cada indústria ou segmento. A trajetória dos preços perante alterações nas taxas de juros, neste contexto, pode seguir um caminho significativamente distinto do previsto pelos proponentes do RMI.

Ademais, diversos trabalhos acadêmicos destacam a existência de falhas no mecanismo de transmissão da política monetária em diversos países, em especial, em países emergentes e no Brasil, buscando delinear as mais distintas hipóteses para justificar a ineficácia da política monetária, entretanto, sem considerar os aspectos microeconômicos mencionados (Pastore, 1996; Kamin et al., 1998; Lopes, 1998; Carvalho, 2005; Pastore, 2006; Modenesi e Modenesi, 2012; Modenesi e Araújo, 2013).

---

<sup>2</sup> O grau de poder de mercado é definido por diversos fatores, tais como: número de empresas e concentração do mercado; existência de barreiras à entrada; grau de abertura ao comércio exterior; e substitutibilidade do produto.

O presente artigo tem como objetivo discutir o mecanismo de transmissão da política monetária à luz das teorias microeconômicas de concorrência e determinação dos preços. De modo específico, o artigo busca descrever a influência destes fatores microeconômicos na transmissão da política monetária, com destaque para a heterogeneidade do grau de poder de mercado e da dinâmica concorrencial nos diferentes setores. Pretende-se, assim, contribuir para uma melhor descrição do mecanismo de transmissão da política monetária, que integre a teoria microeconômica e a teoria macroeconômica no intuito de explicar, de forma mais adequada, o comportamento das taxas de juros, da demanda agregada e da inflação, o circuito de transmissão entre estas variáveis e os condicionantes da política monetária<sup>3</sup>.

Cabe à Seção 2 a breve apresentação do mecanismo e dos canais de transmissão da política monetária segundo a teoria convencional, ao passo que a Seção 3 apresenta a crítica a esta abordagem, a partir de uma perspectiva pós-keynesiana sobre o processo inflacionário, que desemboca na necessidade de levar em conta os aspectos microeconômicos nesta discussão. A Seção 4 apresenta a evolução das discussões microeconômicas sobre concorrência e determinação dos preços, destacando suas implicações sobre o componente demanda-preços do circuito de transmissão da política monetária. Na Seção 5, por fim, são apresentadas as principais conclusões do artigo e elencadas algumas implicações para a política econômica.

---

<sup>3</sup> Vale esclarecer que não compete a este artigo providenciar “microfundamentos” para a teoria macroeconômica. Ele busca, no entanto, integrar resultados importantes da teoria microeconômica às interpretações macroeconômicas acerca da ineficácia da política monetária e das falhas do mecanismo de transmissão desta política, num contexto do regime de metas para inflação.

## **2 Mecanismo de transmissão da política monetária: a visão convencional**

A teoria associada ao Novo Consenso Macroeconômico entende a inflação como um fenômeno resultante de desequilíbrios entre oferta e demanda, com a balança a favor do segundo. Em mercados competitivos, este excesso de demanda implicaria reajustes positivos dos preços dos fatores, desencadeando um processo inflacionário. Em especial, o processo inflacionário estaria comumente relacionado a desequilíbrios no mercado de trabalho, em que a taxa de desemprego corrente se descolaria, para baixo, da natural, indicando a escassez do fator trabalho e gerando uma expansão de salários.

Esta abordagem pressupõe, de alguma forma, a assunção da hipótese de neutralidade da moeda, que guarda relações com a Teoria Quantitativa da Moeda, em suas versões mais ou menos sofisticadas. Neste caso, são menos os fatores microeconômicos genéricos que determinam o nível geral de preços e mais a oferta monetária, cristalizando o ajuste neoclássico dos modelos de equilíbrio tradicionais.

O tratamento do processo inflacionário, nesse caso, seria simples: bastaria arrefecer a demanda agregada, que a pressão sobre os preços se diluiria. Considerando o regime de metas para inflação, aqui objeto, a principal ferramenta para isso seria a manipulação para cima da taxa de juros, que reduziria as pressões de demanda, direta e indiretamente, através de sua influência em diversas variáveis da economia.

O mecanismo de transmissão da política monetária pode ser concebido como o conjunto de canais através dos quais as decisões das autoridades monetárias acerca das taxas básicas de juros ou de outras variáveis operacionais afetam a atividade econômica e a demanda agregada e, em seguida, os preços e a inflação (Banco da Inglaterra, 2011).

A literatura convencional elenca fundamentalmente cinco canais por meio dos quais a política monetária pode afetar a inflação, ou a variação do nível geral de preços: (i) a estrutura a termo da taxa de juros; (ii) o crédito; (iii) as expectativas; (iv) o preço dos ativos; e (v) a taxa de câmbio (Mishkin, 1995; 1996).

As decisões de investimento e de consumo de bens duráveis são pautadas pela estrutura a termo da taxa de juros. Uma redução da taxa básica de juros (no caso brasileiro, a taxa Selic), ao se propagar para as taxas de juros de médio e longo prazo, induz uma elevação

do investimento e do consumo (notadamente de bens duráveis) que, por sua vez, gera ampliação da demanda agregada, pressionando o nível geral de preços para cima.

O canal do crédito funciona da seguinte forma: ao diminuir a taxa de juros e elevar o volume de reservas bancárias, o banco central faz aumentar a quantidade de recursos disponíveis para empréstimos. Caso exista demanda por crédito reprimida, haverá uma expansão dos empréstimos bancários. Assim, haverá um aumento dos gastos com investimento e consumo de bens duráveis, determinando uma ampliação da demanda agregada e, finalmente, pressionando o nível geral de preços para cima.

O terceiro canal de transmissão da política monetária é o das expectativas. Variações na taxa básica de juros influenciam as expectativas quanto ao comportamento futuro da economia que, por sua vez, afetam as decisões correntes dos agentes econômicos quanto aos níveis de investimento poupança e consumo.

Variações nos preços dos ativos financeiros, ao alterar o estoque de riqueza dos agentes econômicos, podem influenciar as decisões de consumo. Uma redução da taxa básica de juros, ao estimular o crescimento econômico, aumenta a expectativa de lucro das empresas gerando, normalmente, uma elevação no preço das ações.

Além disso, o preço dos títulos (pré-fixados) aumenta. Diante de volume maior de riqueza financeira, decorrente do aumento do valor dos títulos e das ações, é possível que os agentes econômicos se disponham a gastar mais. Dessa forma, uma redução da Selic, ao incentivar o consumo – por meio do *efeito riqueza* – também amplia a demanda agregada, pressionando para cima o nível geral de preços.

Finalmente, uma desvalorização cambial tende a elevar a inflação na medida em que aumenta as exportações líquidas – ao tornar as importações menos competitivas –, deslocando a demanda de produtos importados para similares nacionais; isto tende a reduzir a competição externa, possibilitando que os produtores domésticos formem (ou aumentem) os preços com mais liberdade.

Resumindo, variações na taxa básica de juros se transmitem para a inflação por meio dos cinco canais acima descritos. Através desses canais, um estímulo monetário influencia as decisões de investimento, poupança e consumo de bens duráveis e as exportações líquidas que, por sua vez, afetam a demanda agregada e, por fim, o nível geral de preços e a

inflação (Meltzer, 1995; Mishkin, 1995; 1996; Bogdanski et. al, 2000; Kuttner e Mosser, 2002; Banco da Inglaterra, 2011).

A descrição convencional do mecanismo de transmissão da política monetária aqui apresentada é deveras sintética, porém suficiente para os propósitos deste artigo, já que refletem o caso mais genérico dos estudos dedicados ao tema, que tem como regra omitir o papel crucial desempenhado por elementos da teoria microeconômica<sup>4</sup> – regras de formação de preço, estruturas de mercado e padrões de concorrência etc. – na determinação do nível geral de preços e da inflação.

---

<sup>4</sup> Muito embora costume incorporar fatores microeconômicos institucionais inerentes a cada objeto de análise (leia-se, jurisdição).

### 3 Crítica pós-keynesiana: diferentes fontes de inflação e aspectos microeconômicos

Diferentemente da abordagem convencional, a teoria de Keynes e os desenvolvimentos pós-keynesianos identificam a inflação como sendo resultado não direta e unicamente de pressões de demanda, porém, essencialmente, das pressões de custos existentes na economia. A depender das condições de competição e da dinâmica de definição dos preços nos diferentes mercados, os aumentos nos custos, na esfera microeconômica, serão repassados de forma distinta para os preços de cada indústria, impactando o nível geral de preços de forma heterogênea.

Deste tipo de abordagem derivam receituários de política significativamente distintos para a política anti-inflacionária, que deve atuar diretamente nas causas específicas dos processos inflacionários ao invés de utilizar uma única variável operacional, qual seja a taxa de juros.

Com efeito, no caso da economia pós-keynesiana, o mecanismo de transmissão da política monetária opera de forma significativamente distinta, com efeitos ambíguos de variações da taxa de juros sobre a demanda agregada e os preços e a inflação. Isso ocorre, pois a taxa de juros também afeta as condições de custo enfrentadas pelas empresas e a dinâmica dos preços, para além da demanda agregada.

Para a visão pós-keynesiana, de acordo com Sicsú (2002), o sistema monetário não possui freios de contenção da elevação dos preços, tornando-se necessário sufocar as pressões inflacionárias para que elas não sejam validadas pelas variáveis monetárias. Assim, o estudo de processos inflacionários deve ser norteado pela identificação da origem da elevação de preços e pela elaboração de políticas específicas.

Nessa perspectiva, a teoria pós-keynesiana identifica sete tipos de inflação que são originados por causas diferentes, quais sejam: i) *inflação de salários*; (ii) *inflação de lucros*; (iii) *inflação de rendimentos decrescentes*; (iv) *inflação importada*; (v) *inflação oriunda de choques de oferta*; (vi) *inflação de impostos*; e (vii) *inflação de demanda*<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Ver Sicsú (2001b e 2003) e Davidson (1994, 1978a e 2003b: cap. 9 e 12).

Esta tipificação está baseada em Davidson (1978a, 1994 e 2003b: cap. 9 e 12) e Minsky (1986: cap. 11).

Nos seis primeiros casos, o processo inflacionário tem origem nas pressões de custo (ou no lado da oferta), independentemente das condições de demanda e do nível de emprego. Já a inflação de demanda – inflação “pura” – é um fenômeno que somente ocorre quando a economia está em situação de pleno emprego dos fatores de produção.

Tendo sido identificada por Keynes (1973, XXIX: 235), a inflação de demanda é aquela que ocorre quando a economia alcança o pleno emprego dos fatores produtivos. Caso haja aumento em algum dos componentes da demanda agregada, passará a existir excesso de demanda em relação à oferta agregada e surgirão pressões inflacionárias, em linha, inclusive, com o previsto pela teoria do Novo Consenso Macroeconômico. Neste caso, dada a impossibilidade de as firmas aumentarem a produção, uma ampliação da demanda agregada se reflete integralmente em elevação do nível geral de preços.

Entretanto, outros seis “tipos” de inflação tem igual – ou maior – relevância na determinação da dinâmica inflacionária, sendo a inflação de demanda um caso específico e não genérico, especialmente quando em nível macroeconômico. É no nível da indústria ou microeconômico, porém, que este caso ganha maior frequência, porém sujeito às nuances da determinação dos preços e da dinâmica competitiva de cada setor.

Nas próximas linhas, cabe mencionar, apresentamos não um corpo teórico fechado, mas buscamos resgatar elementos teóricos de diferentes autores de filiação pós-keynesiana e do próprio Keynes que ofereçam elementos para a proposta do artigo.

Neste sentido, o ponto de partida da explicação de Keynes para a inflação é o reconhecimento de que o nível geral de preços reflete basicamente o comportamento do nível de preços específicos de cada indústria. Como destaca o autor (2007: 229):

Em uma indústria específica, o seu nível de preços depende, em parte, da taxa de remuneração dos fatores produtivos que entram no custo marginal e, em parte, da escala de produção. Não há motivo algum para modificar essa conclusão quando passamos à indústria em conjunto. O nível geral de preços depende, em parte, da taxa de remuneração

dos fatores produtivos que entram no custo marginal e, em parte, da escala global da produção.

Ainda neste sentido, vale uma consideração: o nível geral de preços nada mais é que uma média ponderada dos diferentes níveis de preço vigentes na economia. Logo, os elementos que governam o nível de preços em cada indústria são, por definição, os mesmos que governam o nível geral de preços.

Como proposto por Keynes, para uma economia que opere abaixo do pleno emprego, o nível geral de preços tenderá a se elevar por duas principais razões. A primeira é resultado da elevação da produção obtida por determinado estoque de capital, independentemente de variações na unidade de salário, em função dos custos marginais crescentes. Essa pressão poderia ser arrefecida por ganhos de produtividade que anulassem os custos marginais crescentes. A segunda razão é que o nível geral de preços tenderia a se elevar conforme se eleva a unidade de salários (o custo do trabalho), já que existem pressões latentes para a elevação dos salários por parte dos sindicatos e trabalhadores, ainda que descontínuas ao longo do tempo.

É importante ressaltar ainda que, para Keynes, como a não neutralidade da moeda afeta as decisões de produção e investimento, torna-se necessário analisar preços e inflação considerando que, dada a preferência pela liquidez dos agentes, uma expansão monetária não será necessariamente repassada, de forma integral, para os preços.

Em outros termos, Keynes explicita que a inflação tem sua origem tanto nos custos da produção quanto na demanda agregada, refletida no nível de produto e emprego. O autor coloca que estas últimas pressões, contudo, poderiam ser arrefecidas por ganhos de produtividade que aliviem os custos crescentes da produção. Logo, ainda que se verifique uma ampliação na demanda agregada, decorrente de uma expansão monetária, se a mesma não gerar pressões de custos, não produzirá efeitos sobre preços e inflação. Desse modo, o nível de preços não depende apenas, nem diretamente, da demanda agregada estando também relacionado com fatores institucionais e de custos, o que evidencia a existência de uma relação indireta entre demanda agregada e preços que é intermediada por custos.

Exemplificando, para explicar a variação final de preços, intermediada por uma variação na demanda efetiva, Keynes faz uso das seguintes elasticidades: dos preços nominais em

resposta às variações da demanda efetiva ( $e_p$ ); dos salários nominais em resposta às variações da demanda efetiva ( $e_w$ ); da demanda efetiva em resposta às variações da oferta de moeda ( $e_d$ ); da oferta em resposta às variações da demanda efetiva ( $e_o$ ); do emprego em resposta às variações na demanda, medida em unidade de salários ( $e_e$ ) e reação dos preços nominais às variações na quantidade de moeda ( $e$ ). A partir disso, é possível expressar a variação dos preços nominais, decorrente de mudanças na oferta monetária, pela equação  $e = e_d(1 - e_e \cdot e_o + e_e \cdot e_o \cdot e_w)$ , que permite analisar o comportamento de preços em qualquer economia, com ou sem expansão monetária.

Estas proposições de Keynes são tratadas com maior rigor formal nos modelos de formação de preços desenvolvidos por Kalecki (1985)<sup>6</sup> e Weintraub (1961), que permitem a compreensão dos processos inflacionários a partir de uma perspectiva teórica que incorpora a análise dos custos de produção. Nesses dois modelos e na abordagem heterodoxa, de uma forma geral, o foco da inflação se encontra no mecanismo de formação de preços pelas firmas. Nas palavras de Weintraub (1961: 41), *“in explaining the determinants of the price level we are, of course, simultaneously elaborating a theory of price level inflation”*.

Ao estudar a formação dos preços determinados pelo custo, Kalecki supõe uma firma com dado volume de capital fixo que trabalha com capacidade ociosa e, portanto, apresenta oferta elástica. Os custos diretos por unidade produzida são estáveis e o nível de custos indiretos não exerce influência, de forma direta, na determinação dos preços. O ponto no qual a soma de custos diretos e dos lucros atinge o ponto máximo é também considerado como o mais favorável aos lucros. Como destaca Kalecki (1977: 6),

“a maior parte da economia pode ser plausivelmente representada por um modelo muito diferente da concorrência perfeita. Cada firma numa indústria chega ao preço  $p$  de seu produto por meio de uma "adição" [mark up] a seu

---

<sup>6</sup> A rigor, Kalecki não desenvolveu seu modelo com o intuito de formalizar as proposições de Keynes. Entretanto, faz sentido tratar esse modelo aqui, já que se aproxima da ideia keynesiana de que a inflação é, em última instância, gerada por alguma pressão nos custos de produção.

custo primário  $u$  - que consiste dos custos médios de salários mais os de matérias-primas - a fim de cobrir as despesas gerais e obter lucros”.

Kalecki argumenta que, no curto prazo, as alterações de preços são determinadas por modificações no custo de produção e na demanda. De forma geral, os preços dos produtos acabados são influenciados pela primeira modificação, enquanto que as alterações de preços das matérias-primas estão associadas ao comportamento da demanda. É importante ressaltar que o preço dos produtos acabados também pode ser afetado por mudanças na demanda de matérias-primas, sendo essa influência transmitida via custos.

Partindo do pressuposto de uma economia em condições de concorrência imperfeita ou oligopólio, para fixar preços a firma deve levar em consideração a média dos custos diretos e o preço das outras firmas. A política de fixação de preços pelas firmas pode ser expressa pela seguinte fórmula:

$$p = mu + n\bar{p} \quad (1)$$

onde:  $p$  é o preço determinado pela firma;  $u$  é o custo direto unitário;  $\bar{p}$  é o preço médio e  $m > 0$  e  $0 < n < 1$ .

Os coeficientes  $m$  e  $n$  – positivos e menores que a unidade – refletem o grau de monopólio da firma. Dividindo-se a equação anterior pelo custo unitário direto, é possível encontrar as variações no grau de monopólio que são expressas pela seguinte equação:

$$\frac{p}{u} = m + n\frac{\bar{p}}{u} \quad (2)$$

É possível perceber que aumentos (diminuições) de  $m$  e  $n$  refletem ampliações (reduções) no grau de monopólio. No caso geral de formação de preços em um ramo da indústria, os coeficientes  $m$  e  $n$  são diferentes para cada firma, com  $\bar{m}$  significando a média ponderada

de  $m$  pelos custos diretos totais de cada firma e  $\bar{n}$  a média ponderada de  $n$  pelas respectivas produções. A determinação de preços será dada, então, pela fórmula:

$$\bar{p} = \frac{\bar{m}}{1-\bar{n}} \bar{u} \quad (3)$$

Para a indústria como um todo, o preço médio é proporcional ao custo unitário médio, se o grau de monopólio permanecer constante. Caso esse grau se amplie, o preço pode se elevar em relação aos custos unitários diretos. É importante ressaltar que, quando as firmas não possuem mais capacidade ociosa, aumentos adicionais na demanda provocarão elevações dos preços além do que foi indicado pelas considerações feitas até então. Kalecki (1985: 56) adverte que:

“a firma tem que evitar que o preço se eleve demasiado com relação ao preço das outras firmas, já que se isso sucedesse as vendas se reduziriam drasticamente. É preciso, por outro lado, que o preço se torne demasiado baixo com relação à média dos custos diretos, porquanto isso reduziria drasticamente a margem de lucro.”.

Kalecki alerta ainda para o fato de que as relações descritas verificam-se no curto prazo e, no longo prazo,  $m$  e  $n$  podem sofrer variações. Se tais coeficientes permanecem constantes, as mudanças nos preços estão associadas a alterações nos custos diretos unitários decorrentes de mudanças tecnológicas que, por sua vez, só afetarão a relação entre preços e custos diretos unitários se modificar o grau de monopólio. Generalizando as observações para o conjunto da indústria, as modificações na razão entre rendimentos e custos diretos de cada ramo industrial são determinadas pelo grau de monopólio. Essa razão também reflete as mudanças na participação relativa de cada ramo da indústria.

Em síntese, segundo Kalecki, as firmas fixam preços a partir de uma regra de *mark up* sobre os custos. Essa margem é dada pela diferença entre o preço e os custos diretos e expressa o poder de mercado da empresa, “refletindo em toda a sua extensão o significado do processo de formação de preços no capitalismo e, mais especificamente, em situações

de mercado em oligopólio” (Possas e Baltar, 1981: 122-3). Assim sendo, as firmas determinam o preço de duas formas: primeiro, determinam o preço em relação ao custo unitário e, em seguida, ajusta esse preço de modo que as condições de mercado indicadas por  $\bar{p}$  – média dos preços de todas as firmas ponderada por sua parcela de mercado – sejam incorporadas.

Weintraub (1961) parte do enfoque keynesiano, mesclando-o com o modelo de Kalecki (1985), e formaliza algumas proposições de Keynes sobre a influência da demanda na formação de preços. No seu modelo, a determinação de preços pelas firmas é feita a partir da fixação de *mark up*, considerando as pressões crônicas de salários sobre os custos. O nível de preços é, então, explicado pela evolução do *mark-up* agregado sobre custos, pelo comportamento dos salários e pela evolução da produtividade do trabalho. Seu ponto de partida é construir a *Wage-Cost Mark-Up Equation* (WCM). Este autor assume que o produto nominal é dado por:

$$Z = k \cdot W \quad (4)$$

Onde:  $Z$  indica o produto nominal da economia;  $W$ : a massa salarial nominal; e  $k$ : o *mark-up* sobre custos.

É importante observar que esta equação valeria também para uma indústria específica. Considerando que o produto  $Z$  corresponde aos preços dos bens multiplicados pelas suas quantidades e que a massa salarial nominal ( $W$ ) é igual ao número de trabalhadores ( $N$ ) multiplicado pelo salário médio ( $w$ ), temos que:

$$P \cdot Q = k \cdot w \cdot N \quad (5)$$

Vale ressaltar que  $P$  corresponde ao nível geral de preços e  $Q$  ao produto real. Isolando o nível de preços, obtemos:

$$P = k \cdot w \cdot \frac{N}{Q} \quad (6)$$

A razão  $\frac{N}{Q}$  representa o produto médio por trabalhador, isto é, uma medida da produtividade do trabalho. Denotando essa razão por  $A$ , a WCM pode ser escrita como:

$$P = \frac{k \cdot w}{A} \quad (7)$$

Aplicando a função logarítmica em (9) e derivando em relação ao tempo, obtemos:

$$\ln P = \ln k + \ln w - \ln A \therefore$$

$$\dot{P} = \dot{k} + \dot{w} - \dot{A} \quad (8)$$

De acordo com a equação (10), a inflação é explicada por três fatores: (i) a evolução do *mark-up* agregado sobre custos, variável ligada diretamente a estrutura de mercado; (ii) o comportamento dos salários, que se torna um fator tão mais relevante quanto menor for o nível de desemprego, em linha com a curva de Phillips (1958); e (iii) a evolução da produtividade do trabalho. No presente artigo, enfocaremos o primeiro destes fatores.

Dada a existência de um conflito distributivo crônico, a variável  $k$  – que representa o grau de monopólio ou *mark up* dos preços sobre o custo – não é estável. O comportamento desta variável depende, então, das ações dos empresários, que buscam defender a sua renda através da ampliação dessa margem, bem como de fatores conjunturais.

O *mark up* pode aumentar em três situações, limitado pelo grau de concorrência do mercado: (i) com o aumento do produto; (ii) com a queda no produto – esta visão, em linha com a argumentação de Kalecki, é mais compatível com a existência do conflito distributivo, pois, dado uma queda no produto, os empresários buscariam defender sua

renda real por meio de uma elevação nos preços e, portanto, na margem de lucro; e (iii) com o aumento do investimento.

Tal proposição tem implicações relevantes para a condução da política monetária, em especial, pelo papel desempenhado pela taxa de juros. Considerando um modelo mais específico para a precificação numa indústria oligopolizada, formulado por Eichner (1970), podemos obter conclusões a este respeito.

Numa estrutura oligopolizada, empresários investem e determinam seus preços considerando uma série de custos. Em especial, consideram a estrutura de capital à qual estarão submetidos no processo de financiamento de seus investimentos como uma função dos custos relativos à utilização de capital próprio e de terceiros neste processo.

Se optam a favor de recursos próprios e têm poder discricionário, os empresários podem elevar os preços de modo a intensificar a acumulação interna de recursos para investir. Esta elevação, no entanto, encontra um teto, delimitado pela perda de participação de mercado (*market-share*) decorrente seja da substituição do produto mais caro por outro ou da entrada de novas firmas, antes na franja de custos neste mercado (Eichner, 1970).

Este teto é na realidade um custo virtual que, se comparado com a receita esperada sem a perda de *market-share*, determina uma “taxa de juros” dos recursos internos. Quanto mais intensa a elevação do preço, maior tende a ser esta taxa (isto é mais custoso é usar a elevação de preço como fonte de recursos). O empresário tem, portanto, uma base de comparação para as taxas de juros de mercado, a fim de decidir por sua estrutura de capital.

Desse modo, numa estrutura de mercado oligopolizada, uma taxa de juros mais elevada significa que o custo de utilizar recursos de terceiros é alto. Neste caso, as firmas optariam por recursos próprios, se valendo mais frequentemente de elevações de preço para acelerar o ritmo de acumulação interna de recursos. Em outras palavras, taxas de juros mais elevadas ampliam a margem de perdas relativas ao aumento de preço a qual as firmas oligopolistas podem suportar (efeito substituição e efeito entrada), fazendo com que as mesmas pratiquem preços mais elevados e elevem mais intensamente os preços do que numa situação onde taxas de juros mais baixas vigorariam.

Além disso, a elevação da taxa de juros inibe diretamente o consumo e o investimento, sem, contudo, eliminar a causa do processo inflacionário. Por este canal, o efeito que se tem sobre a dinâmica inflacionária é perverso. Ao desestimular o investimento, o aumento dos juros inibe a expansão da capacidade instalada, o que pode, em uma nova rodada inflacionária, aumentar a pressão sobre o grau de capacidade instalada e, eventualmente, criar pressão adicional de demanda que se transmitirá aos custos, intensificando o processo inflacionário.

Nos casos descritos acima, a operação do mecanismo de transmissão entre juros e preços/inflação traz à tona, pelo menos, dois elementos relevantes. O primeiro deles, ligado ao modelo de Eichner, é que os efeitos das taxas de juros sobre os preços (e, conseqüentemente, a inflação) são, de certa forma, ambíguos. Da mesma forma que uma elevação nos juros retrai a demanda agregada, reduzindo pressões de demanda sobre a inflação, ela cria, concorrentemente, pressões de custos, efetivos ou virtuais, que afetam a inflação adversamente.

O segundo elemento é a influência de diversos fatores microeconômicos nos componentes juros-demanda e demanda-preços, em especial, da dinâmica concorrencial vigente em diferentes mercados e do grau de poder de mercado, por vezes refletido na estrutura da indústria, das diversas firmas. Isto, de forma alternativa à concepção tradicional, que acaba por analisar o mecanismo de transmissão sob uma única forma concorrencial, de competição perfeita, sem poder de mercado.

A próxima seção analisa estes fatores à luz da teoria microeconômica, conforme sua evolução.

## 4 A contribuição microeconômica para o debate: as teorias de formação de preços e as evidências de rigidez de preço

A teoria microeconômica tradicional explora o processo de formação dos preços com base no problema de maximização de lucros e de acordo com as estruturas de mercado – ou seja, em respeito ao número de empresas e se o produto é homogêneo ou diferenciado. Como se sabe, num extremo está o mercado competitivo e no outro o monopólio. Sem entrar em detalhes, no caso competitivo, os efeitos de choques de oferta e de demanda nos preços dependem das elasticidades-preço da oferta e da demanda<sup>7</sup>, dos formatos das curvas e dos tamanhos dos choques.

No monopólio, seguindo os pressupostos da análise marshalliana de equilíbrio, uma única firma produz um determinado produto, o que faz com que a sua decisão de preço ou produção dependa substancialmente da elasticidade de sua demanda e de seu custo marginal. Nesse tipo de estrutura, ao contrário do que ocorre em estruturas competitivas, a empresa monopolista considera o efeito negativo de um aumento no preço na sua receita, via uma conseqüente redução da demanda. A regra de bolso do monopolista, se assim pode-se dizer, seria tal que:

$$\frac{P - Cmg}{P} = -\frac{1}{Ed} \quad (9)$$

De onde se conclui que:

$$P = \frac{Cmg}{1 + \frac{1}{Ed}} \quad (10)$$

---

<sup>7</sup> Quanto mais elástica a demanda e menos elástica a oferta, menor o repasse de variações de custo para o preço do mercado.

Sendo assim, quanto menor a elasticidade da demanda da empresa ( $Ed$ ), mantendo-se constante o custo marginal ( $CMg$ ), maior a margem praticada pelo monopolista em relação ao seu preço ( $P$ ) e maior o nível de preço cobrado. Deslocamentos da demanda têm efeitos variados, não havendo uma curva de oferta definida no monopólio. Efeitos de variações no custo e o quanto será repassado ao preço, dependerá da elasticidade da demanda da empresa e do formato da curva. A variação do preço no caso do monopólio pode ser inclusive superior ao aumento do custo marginal, para as curvas de demanda com elasticidade-preço constante. Tal resultado não ocorreria para um mercado competitivo ou mesmo para o caso de um monopólio com demanda linear, quando, em ambos os casos, não há repasse integral para o preço<sup>8</sup>.

Já em mercados oligopolistas, o processo de formação de preços é naturalmente mais desafiador devido especialmente à interdependência das ações das empresas. Sendo assim, as empresas consideram a reação de suas rivais frente a uma mudança nos seus preços. Os esquemas de precificação são, nesse caso, mais complexos e surgem temas associados a diversos esquemas de precificação, como liderança, preço limite e prevenção à entrada, ou mesmo ações cooperativas, que admitam alguma forma de coordenação em preços (tácita ou explícita).

Neste tema é vital as contribuições de J. Bain (1951 e 1956) e Sylos-Labini (1956)<sup>9</sup>, especialmente para explicar as altas margens de lucros obtidas em mercados oligopolísticos e, principalmente, para colocar a estrutura de mercado como o ponto principal na determinação desse cenário. Nessa linha, o modelo *Estrutura-Condução-Desempenho (ECD)*, criado por Edward S. Mason (1939) e posteriormente testado e

---

<sup>8</sup> A taxa de repasse de alterações no custo depende da curvatura da demanda, sendo esta tanto maior quanto mais convexa for a curva de demanda inversa (mais inclinada a medida que o produto reduz) e quando a curva de custo marginal é decrescente. Taxas de repasses maiores que 100% são possíveis quando a demanda inversa é convexa e/ou quando há significativos retornos crescente de escala tal que a curva de custo marginal seja decrescente. Quando o custo aumenta para toda a indústria um aumento no custo pode resultar em aumento de lucro quando a demanda é muito convexa (RBB Economics, 2014).

<sup>9</sup> Quanto à obra de Bain (1956), segundo Possas (1990, p.90), seu grande feito foi trazer as barreiras à entrada para primeiro plano da análise de estrutura de mercado e de formação de preços. A preocupação fundamental do autor foi mostrar o papel e a natureza das barreiras à entrada na sua formulação da teoria dos preços-limites. Já Sylos-Labini (1956) seguiu na mesma linha de Bain (1956) com a exposição de um modelo simplificado, cujas hipóteses incluíam um mercado em oligopólio, com produto homogêneo, tecnologia acessível, economias de escala significativas, entre outras.

incrementado por diversos outros autores<sup>10</sup>, foi o que com maior sucesso conseguiu descrever e identificar as variáveis que afetam a performance econômica das empresas. De acordo com essa visão, condicionantes estruturais (tais como concentração, barreiras à entrada, diferenciação de produtos, etc.) são relevantes para explicar a conduta que, no âmbito da discussão aqui pretendida, é representada pelas políticas de formação de preços das empresas, incluindo a possibilidade de coordenação e de colusão.

Com esse pano de fundo, Stigler (1964), em seu artigo chamado “A Theory of Oligopoly”, destacou, a partir do chamado Consenso-Detecção-Punição, o que aliado ao desenvolvimento posterior da teoria dos jogos, elencou os fatores necessários para a estabilidade de colusão nos mercados, tais como: concentração/número pequeno de firmas, barreiras à entrada, interação repetida, ordens frequentes e pequenas, contatos em vários mercados, firmas simétricas, homogeneidade dos produtos, excesso de capacidade, condições estáveis de demanda, elasticidade da demanda e, finalmente, poder de mercado do comprador<sup>11</sup>.

Grande parte desta literatura está dedicada a discutir as diferenças de patamares de preços e margens em oligopólios em que a concorrência real e potencial é mais ou menos acirrada, ou a depender da sua capacidade de sustentar um acordo tácito ou implícito. Entretanto, é possível dizer que, no caso dos oligopólios, a generalização teórica de comportamentos frente a choques de custo e de demanda se torna bastante heroica – para não dizer inadequada.

Há literatura bastante recente<sup>12</sup> sobre repasse de custo para preço (*pass-through*), baseadas, em geral, em modelos do tipo Bertrand ou Cournot, e que não necessariamente enfrentam o tema da coordenação oligopolística diretamente, ou mesmo da possibilidade da diversidade de arranjos e assimetria entre empresas.

---

<sup>10</sup> Posteriormente ao trabalho pioneiro de Bain (1951), outros autores se preocuparam em examinar empiricamente a hipótese estruturalista básica de associação entre a lucratividade média e o nível de concentração do mercado.

<sup>11</sup> Essas características normalmente compõem o que se chama, na Teoria Antitruste, de *Check List*, usada para analisar a possibilidade de coordenação em um dado mercado, que define uma série de fatores a serem considerados, citados tanto na literatura, quanto nos próprios *Guidelines* das autoridades antitruste.

<sup>12</sup> Para mais detalhes ver RBB Economics (2014) e Tirole (1988).

Contudo, por outro lado, há evidências empíricas de que os preços são rígidos<sup>13</sup>. No caso específico de variações de custos, o que se pode dizer nesse sentido, é assumir certa rigidez de preço para variações pequenas, dada o receio de guerras de preço (Carlton & Perloff, 1999, p.545).

Dessa forma, apresentam-se abaixo as contribuições teóricas e empíricas da área de organização industrial que compõem as explicações para a rigidez dos preços ou da inflexibilidade dos preços como variável de ajuste.

Seguiremos pelo primeiro grupo a partir dos trabalhos pioneiros de Sweezy (1939) e Hall e Hitch (1939). O conceito de “curva de demanda quebrada” de Sweezy (1939) procura explicar a rigidez dos preços em mercados oligopolísticos frente a alterações na demanda ou nos custos, a partir da ideia de que existe uma descontinuidade da elasticidade-preço da demanda da empresa. De acordo com esse conceito, a elasticidade-preço da demanda seria maior para aumento de preços e menor para reduções, fundamentado na percepção de que, em estruturas de oligopólio, a interdependência das ações tornaria maior a probabilidade de acompanhamento pelas rivais de redução de preços do que de aumento. Tal propriedade geraria uma faixa de descontinuidade na receita marginal, tornando o preço invariável a alterações (moderadas e não duradouras) na demanda e no custo<sup>14</sup>.

Já Hall e Hitch (1939), a partir de pesquisa empírica, chegaram à conclusão que o processo de formação de preços para empresas oligopolistas tratava-se de uma recomposição de margem. Conhecido como “Princípio do Custo Total” (*full cost price*), o conceito propõe que as empresas determinam seus preços aplicando uma margem sobre o custo direto, de modo a cobrir os custos indiretos e garantir uma determinada margem de lucro. A racionalidade por trás dessa “regra de bolso” seria a maior facilidade de manutenção de esquemas – naturalmente frágeis - de coordenação tácita de preços, trazendo maior previsibilidade às ações das empresas no mercado e reduzindo a probabilidade de cortes indesejáveis no preço vigente. Como resultado deste comportamento, prevê-se uma maior rigidez nos preços em função de alterações na

---

<sup>13</sup> Para uma revisão, ver Carlton e Perloff (2005).

<sup>14</sup> Supõe-se verdadeira a utilização do princípio de maximização de lucro pela equalização do custo marginal à receita marginal.

demanda, retirando desta variável um papel determinante neste processo<sup>15</sup>. Sob esse prisma, torna-se relevante o papel dos estoques como válvula de escape em substituição aos indesejáveis ajustes via preço. Além disso, os preços seriam mais sensíveis a variações de custos do que de demanda (Scherer, 1979: 37-47; Scherer e Ross, 1990; Possas, 1990: 34).

Em Kalecki (1954)<sup>16</sup>, o preço da firma aparece como função linear do custo direto unitário e do preço médio do mercado. Esse último é influenciado pela forma como as empresas concorrem. A relação entre os parâmetros que repassam esses dois efeitos ao preço cobrado define o poder de mercado da empresa, seja pela maior possibilidade de repassar aumento de custos, seja pelo seu diferencial de preço em relação às concorrentes. O grau de monopólio da firma é calculado pela razão entre o preço e o custo direto unitário<sup>17</sup>, quando o preço médio é igual ao preço da firma. Segundo essa análise, o grau de monopólio depende da estrutura do mercado e da relação das empresas com os demais agentes que influenciam o mercado (fornecedores e concorrentes).

Como uma “ramificação teórica do princípio do custo total”, o modelo também traz consigo a ideia de rigidez de preços frente a alterações na demanda. Nesta linha, Kalecki (1954) introduz ainda, seguidos por outros autores, como Hicks (1974)<sup>18</sup>, dois caminhos possíveis para a definição dos preços, separando os mercados cujos preços (rígidos) são definidos por uma regra de *mark up* sobre os custos diretos unitários definida *ex ante* daqueles que os preços refletem variações de vendas (preços flexíveis). Na nomenclatura de Hicks, são denominados como *flexprices* e *fixprices*.

No último caso, a diferença substancial está na existência de elasticidade da oferta a variações do volume de vendas, o que compreende os casos em que há capacidade ociosa e/ou existência de grandes estoques, além da não disposição ou impossibilidade de

---

<sup>15</sup> A influência da demanda pode ser parcialmente resgatada, segundo admitem os próprios autores, por uma consideração de que as margens de lucro não são constantes e uniformes entre tendem a variar de acordo com o crescimento (rápido) da demanda ou com a sua elasticidade-preço (e seu grau de competição em preços) (Possas, 1990).

<sup>16</sup> Para revisão, ver Possas (1990).

<sup>17</sup> Ou o grau de monopólio médio, quando estendido para todo o mercado.

<sup>18</sup> Labini entende que a análise do processo inflacionário deve levar em conta as diferenças setoriais, em particular, pelo agrupamento dos setores.

competição em preços sob prejuízo de uma instabilidade e ameaça à coordenação tácita e lideranças em preços, como ocorre para os oligopólios industriais e comerciais.

No segundo tipo, a questão é a baixa elasticidade da produção ou a impossibilidade, ou alto custo, de se acumular estoques ou de manter capacidade elevada, nos mercados competitivos ou mesmo nos oligopólios de produtos primários. Assim, havendo uma alteração não planejada nas vendas, o primeiro grupo tende a ajustar pela variação de estoques, e manter o preço fixo; enquanto o segundo, varia preços e mantém fixos os estoques, quando houver.<sup>19</sup>

Na década de 70, houve grande espaço dedicado a debater o que se chamou de teoria de preços administrados. Weiss (1977), e Stigler e Kindahl (1973), entre outros, são os exemplos de estudos que debateram este conceito e sua validade a partir da intuição gerada pelo trabalho empírico de Gardiner Means (1935)<sup>20</sup>. O ponto desta contribuição é destacar que os preços poderiam ser controlados diretamente pelas empresas e que não raramente não são utilizados para equilibrar o mercado, mantendo-se constante (*market clearing*).

Variações de preços, segundo o autor, tenderiam a ser mais frequentes em mercados competitivos do que com preços administrados. Stigler e Kindahl (1973) negaram a tese de Means. Weiss (1977) reconsidera os dois trabalhos e reconhece que a teoria tradicional não seria capaz de explicar o comportamento nos preços.

A hipótese de que a rigidez nos preços varia entre setores da economia foi testada por uma gama de estudos. Weiss (1966), por exemplo, reúne evidências para concluir que a inflação percebida nos Estados Unidos durante a década de 50 e 60 era de custo e não de demanda e que os preços aumentaram mais que proporcionalmente do que os custos nos setores mais concentrados, ainda que temporariamente. Carlton (1986) encontra uma relação positiva entre concentração e rigidez de preço (preços inalterados por mais tempo quanto maior for a concentração do mercado).

Outros estudos estiveram preocupados em tratar das defasagens temporais (rigidez temporária) dos ajustes de preços e sua variação entre setores. Cagan (1974), por

---

<sup>19</sup> Para revisão, ver Possas (1987).

<sup>20</sup> Means restringiu o fenômeno para o período da Grande Depressão.

exemplo, preocupado em tratar da maior propensão de aumento de preços em setores concentrados e da defasagem dos ajustes de preços nesses setores, testou a mudança de padrões de mudança de preços a partir da relação entre a variação anual de preços (variável dependente) e a variação no custo unitário de mão de obra, de material, e uma medida de concentração do setor (variáveis independentes). Os resultados mostram que setores mais concentrados possuem menor dispersão da variação de preços, de forma que estes tendem a ser mais rígidos. Mas a evidência mostra que indústrias mais concentradas não são originadoras do processo inflacionário.

Além disso, destacam-se estudos que se preocuparam em trazer uma comparação entre países. Encaoua e Geroski<sup>21</sup> (1986), após analisarem os mecanismos de transmissão de choques em setores classificados de acordo com o grau de concentração, abertura e nacionalidade da empresa em cinco países, encontraram os seguintes resultados: (i) os ajustes de preços a variações no custo são mais lentos em setores com menor grau de concorrência; (ii) os setores mais concentrados e fechados apresentam maior grau de inflexibilidade; (iii) os efeitos de demanda (velocidade de ajuste e sensibilidade) são presentes, para a maioria dos países estudados, contudo mais visíveis em mercados competitivos.

Domberger e Fiebig (1993) exploraram dois questionamentos: (i) se os preços se movimentam de forma sincronizada; e (ii) se a distribuição dos preços exibe algum grau de assimetria. Os autores ressaltaram a importância de se olhar para as assimetrias nas distribuições de mudanças nos preços para se entender os determinantes da extensão da rigidez nos preços e o grau de simetria de ajustes praticados pelas empresas. Quanto maior a concentração, maior simetria nas mudanças dos preços (os ajustes são quase simultâneos em mercados com alto grau de concentração – C4) e menor a volatilidade. Além disso, oligopolistas seguem aumentos de preços mais rapidamente do que reduções. A simetria, de acordo com os resultados, é maior quando o nível de preços está caindo do que quando está aumentando.

Zaleski (1992) obteve resultado contrário ao que sugere a teoria para os preços após o choque do petróleo em 1974. Os resultados apontaram que quanto maior a importância de produtos derivados do petróleo na estrutura de custo do setor, maior o aumento de

---

<sup>21</sup> Com visão mais ortodoxa sobre o tema.

preços sofrido pelo mesmo. Entretanto, a hipótese de *price full cost* foi rejeitada, uma vez que os resultados obtidos indicaram que mercados competitivos aumentaram mais seus preços após o choque do que os mercados concentrados.

Há ainda contribuições na direção de discutir margem e preço durante os ciclos, classificando os mercados por graus de concentração, com substancial discordância nos resultados pela literatura.<sup>22</sup> No oligopólio, a possibilidade de desvio do cartel e de ocorrer uma guerra de preço é relacionada a recessões<sup>23</sup> ou de grande incerteza e instabilidade.

Finalmente, outros fatores são considerados pela literatura empírica como explicativos para as evidências de inflexibilidade dos preços frente a choques, tais como: (i) a possibilidade de substituição intertemporal tanto pelos consumidores, quanto dos produtores (estoques e *delivery lags*, flexibilidade tecnológica em resposta a variações da demanda, etc.)<sup>24</sup>; (ii) a existência de custos fixos para a alteração de preços (custos de menu, e custos associados a motivação de nova busca por consumidores a partir de sinalização de aumento de preços); (iii) a ocorrência de preços invariáveis para níveis de estoques e a necessidade de precificação antes de observar a demanda; (iv) a existência de informação assimétrica e risco moral (preços como sinalização e seleção); (v) a presença de custos de transação (Carlton & Perloff, 2005).

Além disso, Carlton & Perloff (2005) destacam que outros fatores influenciam as respostas em preços para variações de demanda e oferta, para além da concentração de mercado. Neste sentido, destacam as diferenças entre setores que produzem por encomenda ou para estoque, em que a necessidade de alterações nos preços para equilibrar o mercado é maior para o primeiro. Além disso, abordam os setores com preços fixos, ou seja, para os quais o preço não varia e a variável de ajuste é o estoque. Carlton (1977) entende que quando preço está próximo do custo marginal, a empresa tende a diminuir o estoque. O contrário ocorre quando a diferença entre preços e custo marginal é grande.

---

<sup>22</sup> Ver Carlton e Perloff (2005), para uma revisão.

<sup>23</sup> Stigler (1964), Porter (1983), Green e Porter (1984).

<sup>24</sup> No caso do monopólio, a empresa considera a influência do preço de hoje na sua demanda futura. É possível, por exemplo, que o monopolista não repasse aumento de custos temporário para o consumidor se tal aumento for entendido como permanente por seus consumidores e acabe por reduzir a demanda no longo prazo.

Assim, da breve e não extensiva revisão feita acima sob o ponto de vista do comportamento das empresas e mercados, conclui-se ser complexo o exame do processo de formação de preço frente a alterações na demanda e nos custos derivados de uma política monetária. Tal complexidade é ainda mais acentuada para análises de uma estrutura industrial na qual prevalecem mercados formados por poucas empresas, ou oligopólios, onde a interdependência é acentuada e a relação entre flexibilidade de preços e concentração é indeterminada pela teoria convencional.

A relação entre estrutura e rigidez é fonte de debate e a literatura teórica e empírica tende a ser inconclusiva. Nesses casos, torna-se importante o exame cuidadoso do processo de formação de preço, levando em consideração variáveis estruturais e comportamentais que definam o grau de interdependência das empresas e a presença de outros fatores, que além da concentração podem estar conectados com a capacidade ou disposição de resposta – seja por preço, ou em outras variáveis, como quantidade, estoque, qualidade, diferenciação, entre outras.

Para o nosso caso particular, esta seção parece ter sido capaz de discriminar a multiplicidade de resultados em termos de alterações do nível de preço e em suas variações derivadas de mudanças na demanda da indústria ou dos custos incorridos pelas firmas. A principal implicação desta discussão é que não necessariamente mudanças na demanda alteram os preços e que, numa concepção em que a inflação agregada reflete os comportamentos dos diferentes segmentos da indústria – ou da atividade econômica em geral –, os elementos definidores da concorrência e da formação dos preços são relevantes para determinar o comportamento mais genérico da inflação e, portanto, do mecanismo de transmissão da política monetária.

## 5 Conclusão: integrando os aspectos microeconômicos à abordagem macroeconômica

Como vimos anteriormente, o estudo do mecanismo de transmissão da política monetária pela teoria convencional, do Novo Consenso Macroeconômico, possui um viés claramente macroeconômico. Além disso, a literatura existente é fortemente condicionada pela concepção ortodoxa segundo a qual a moeda é neutra no longo prazo.

Neste contexto, as condições microeconômicas tendem a ser relegadas ao segundo plano – quando não são completamente ignoradas. Em outras palavras, a visão monetarista ortodoxa ou novo-keynesiana do processo de formação de preços implícita na descrição convencional do mecanismo de transmissão da política monetária omite importantes fatores microeconômicos na determinação do nível geral de preços.

E é em linha com essa visão que os principais bancos centrais do mundo conduzem a política monetária com base em uma regra de Taylor, que prevê que todo e qualquer desvio da inflação – i.e., independentemente de sua origem – em relação à meta deve ser combatido com uma mudança na taxa básica de juros.

A operacionalização da política monetária com base neste edifício teórico pode se mostrar uma difícil tarefa em função presença de dois elementos cruciais, de ordem microeconômica, subjacentes à dinâmica da inflação: (i) padrões de concorrência distintos do modelo de concorrência perfeita (com destaque para os oligopólios e o processo de concorrência estratégica) e as suas implicações para o repasse de variações de custos para os preços finais; e (ii) a rigidez de preço a variações na demanda.

Soma-se a eles um terceiro elemento, derivado dos modelos pós-keynesianos de formação dos preços, os quais sugerem que (iii) as firmas que operam com maior poder de mercado num ambiente oligopolista tem maior facilidade em repassar mudanças nos custos aos preços, nas diversas fases do ciclo econômico – muito embora encontrem um teto delimitado pela taxa de juros e pelas condições estratégicas de competição (por exemplo, como forma de evitar guerras de preço).

Em outras palavras, via de regra, setores oligopolizados podem ser relativamente imunes a efeitos contracionistas da política monetária, visto que não necessariamente concorrem via preço, ao mesmo tempo em que tem maior capacidade de repassar aumentos de custo

para os preços. Ademais, da mesma forma que uma elevação nos juros retrai a demanda agregada, reduzindo pressões de demanda sobre a inflação, ela cria, concorrentemente, pressões de custos, efetivos ou virtuais, que afetam a inflação adversamente. Os efeitos das taxas de juros sobre os preços são, portanto, ambíguos.

Neste contexto, mudanças nas taxas de juros e na demanda tem pouca capacidade explicativa em termos de inflação, exercendo, contudo, influências através dos canais de custo. O mecanismo de transmissão da política monetária opera não em sua plenitude, porém com diversas falhas, que acarretam problemas macroeconômicos de segunda ordem.

Faz-se necessária a utilização de um arcabouço alternativo, que ofereça uma descrição mais completa do processo inflacionário, resultando assim, em uma abordagem integrada entre a microeconomia e macroeconomia para fins de análise do mecanismo de transmissão da política monetária.

Em especial, a consideração de fatores de heterogeneidade setoriais na absorção dos choques da política monetária pode ser essencialmente associada à noção da dificuldade de agregações do comportamento da empresa. Uma solução poderia vir na criação numa espécie de tipologia para classificação de setores mais ou menos propensos a rigidez de preços e mais ou menos imunes a mudanças na orientação de política monetária.

Além disso, outra importante implicação desta análise é que outras políticas, além da monetária, podem influenciar a dinâmica inflacionária. Particularmente, a proteção do ambiente concorrencial por meio da política antitruste – no controle de concentrações, ou na condenação de práticas anticompetitivas, como a *cartelização* de mercados – pode contribuir para a estabilidade de preços.

O presente trabalho não tem a pretensão de desenvolver cada uma destas frentes, mas esperamos ter fixado as bases e a referência para que pesquisas futuras, mais aprofundadas, sobre o tema possam ser levadas a cabo, com o viés de integração entre a macroeconomia e a microeconomia como forma de explicar o mecanismo de transmissão da política monetária.

## Referências

- BAIN, J. (1951). "Relation of Profit Rate to Industry Concentration: American Manufacturing, 1936-1940," *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 65. August.
- BAIN, J. (1956). *Barriers to New Competition*. Cambridge: Harvard University Press.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB) (1999). *Relatório de Inflação*, v. 1, nº 1, jun. 1999.
- BANCO DA INGLATERRA (1999). **BoE Quarterly Bulletin**, 39(2).
- \_\_\_\_\_. (2011). The transmission mechanism of monetary policy. Disponível em: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/Documents/other/monetary/montrans.pdf> (acesso em 01/11/2014).
- BOGDANSKI, J., TOMBINI, A. A. e WERLANG, S. R. C. (2000). Implementing Inflation Target In Brazil. Banco Central do Brasil, Working Paper nº 1.
- CAGAN, P. (1974). [Inflation and market structure: 1967-1973](#). *NBER Working N. 33*.
- CARLTON, D. W. (1977) "[Uncertainty, Production Lags, and Pricing](#)," *American Economic Review*, vol. 67(1), February, pp. 244-249.
- CARLTON, D. W. (1986). "[The Rigidity of Prices](#)," *American Economic Review*, vol. 76(4), September, pp. 637-658.
- CARLTON, D. W.; PERLOFF, J. M. (1999). *Modern Industrial Organization*. 3ª ed. Nova York: Addison Wesley
- CARLTON, D. W.; PERLOFF, J. M. (2005). *Modern Industrial Organization*. 4ª ed. Nova York: Pearson/Addison Wesley
- CARVALHO, F. J. C. (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.
- CHRISTIANO, L.; EICHENBAUM, M.; EVANS, C. L. (1996). "The Effects of monetary policy shocks: evidence from the flow of funds". **Review of Economics and Statistics**, vol. 78 (1), pp.16-34.

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

DOMBERGER, S.; FIEBIG, D. (1993). [The distribution of price changes in oligopoly](#). *The Journal of Industrial Economics*, Vol. 41, No. 3 (Sep., 1993), pp. 295-313

EICHENBAUM, M. (1992). "Comment on interpreting the macroeconomic time series facts: the effects of monetary policy". **European Economic Review**, vol. 36 (5), pp.1001-011.

EICHNER, A. S. (1970). *The Megacorp and Oligopoly*. Cambridge University Press.

ENCAOUA, D.; GEROSKI, P. (1986). [Price dynamics and competition in five OECD countries](#). *OECD Economic Studies*, 1986.

GREEN, E. J.; PORTER, R. H. (1984). "[Noncooperative Collusion under Imperfect Price Information](#)". *Econometrica*, Econometric Society, vol. 52(1), January, pp. 87-100.

Hall, R. & Hitch, C. (1939) "Price Theory and Business Behaviour," *Oxford Economic Papers*, Vol. 2, pp. 12-45.

KALECKI (1954). *Theory of Economic Dynamics*, 2ª Ed. Londres: George Allen & Unwin, Londres

KALECKI, M. (1977). **Crescimento e ciclo das economias capitalistas**. São Paulo: Hucitec.

\_\_\_\_\_. (1985). **Teoria da dinâmica econômica**. São Paulo: Nova Cultural, 2ª edição.

KAMIN, S.; TURNER, P.; VAN'T DACK, J. (1998). "The transmission mechanism of monetary policy in emerging market economies: an overview". BIS Policy Papers no. 3.

KEYNES, J. M. (2007). **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda**. São Paulo: Atlas. [The General Theory of Employment, Interest and Money. London: MacMillan, 1936].

\_\_\_\_\_. (1973). **The Collected Writings of John Maynard Keynes**. London: Macmillan, volumes XIII, XIV e XXIX.

KING, J. (2012). **The Microfoundations Delusion**. Cheltenham: Edward Elgar.

LOPES, F. (1998). “The transmission mechanism of monetary policy in a stabilising economy: notes on the case of Brazil”. **BIS Policy Papers** no. 3.

LUPORINI, V. (2007). “The monetary transmission mechanism in Brazil: evidence from a VAR analysis”. **Estudos Econômicos**, 28 (1), pp. 7-30.

MANSON, E. S. (1939). “Price and Production Policies of Large-scale Enterprise,” *American Economic Review*, Vol. 29, março, p. 61-74.

Meltzer, A. H. (1995). “Monetary, Credit (and Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective,” **Journal of Economic Perspectives**, Fall, 9, 49-72.

MISHKIN, F. (1995). “Symposium on the monetary transmission mechanism”. **Journal of Economic Perspectives**, v. 9 (4), pp. 3-10.

Mishkin, S. F. (1996). “The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy,” NBER Working Paper No. 5464 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

MODENESI, A. M.; 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.; 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.

PHILLIPS, A.W. (1958). The Relationship between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom 1861–1957. **Economica**, v. 25 (novembro), pp. 283–99.

PASTORE, A. C. (1996). "Por que a política monetária perde eficácia?". **Revista Brasileira de Economia**, v. 50 (3).

\_\_\_\_\_. (2006) “As Letras Financeiras do Tesouro e a eficácia da política monetária”. In: Bacha, E. L. e Oliveira Filho, L. C. (orgs.). **Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação e alongamento**. Rio de Janeiro: Contra Capa.

POSSAS, M. L. (1990). *Estruturas de Mercado em Oligopólio*. 2ª ed. São Paulo: Editora Hucitec.

POSSAS, M. L.; BALTAR, P. E. A. (1981). Demanda efetiva e dinâmica em Kalecki. **Pesquisa e Planejamento Econômico**. Rio de Janeiro: IPEA, v.11, n.1, abr, p.107.

RBB ECONOMICS (2014). *Cost Pass-Through: Theory, Measurement and Potential Policy Implications*. Office of Fair Trading Research Reports. Londres: Office of Fair Trading.

ROCHA, F.; PIRES, L.; BUENO, S. (2010). “Dinâmica da concentração de mercado na indústria brasileira, 1996-2003”. **Economia e Sociedade**, v. 19, n. 3 (40), pp. 477-98.

SCHERER, F. M. (1979). *Preços Industriais: Teoria e Evidência*. Rio de Janeiro: Editora Campus.

SICSÚ, J. (2002) Políticas não monetárias de controle da inflação. **Revista Análise Econômica**, ano 21, n 39.

SIMS, C. (1992). “Interpreting the macroeconomic time series facts: the effects of monetary policy”. **European economic Review**, v. 36(5), pp. 975-1000.

SIMS, C.; ZHA, T. (1998). “Does monetary policy generate recessions?”. Federal Reserve Bank of Atlanta, Working Paper 12.

STIGLER, G. J. (1964). “A Theory of Oligopoly,” *The Journal of Political Economy*. Vol. 72, Nº. 1, February, p. 44-61.

STIGLER, G. J.; KINDAHL, J.K. (1973). “Industrial Prices as Administered by Dr. Means”. *American Economic Review*, 63(3), pp. 717-721.

Sweezy, P. (1939) "Demand Under Conditions of Oligopoly," *The Journal of Political Economy*, Vol. 4, pp. 568-573.

SYLOS-LABINI, P. (1956). *Oligopolio e progresso tecnico*, 2ª ed., Einaudi, Turim, 1964; trad. Esp. Oligopólio y progreso técnico. Oikos-tau, Barcelona, 1966.

WALSH, C. (2003). **Monetary Theory and Policy**. Cambridge (Ma): MIT Press.

WEINTRAUB, S. (1961). **Classical Keynesianism Monetary Theory and the Price Level**. Connecticut: Greenwood Press.

WEISS, L. (1966). Business Pricing Policies and Inflation Reconsidered. *The [Journal of Political Economy](#)*, [Vol. 74, No. 2, Apr., 1966](#), pp.177-187.

WEISS, L. W. (1977). “Stigler, Kindahl and Means on Administered Prices”, *American Economic Review*, vol. 67, September, pp. 610-619.

ZALESKI, P. (1992). Industry concentration and the transmission of cost-push inflation: Evidence from the 1974 OPEC oil crisis. *[Journal of Economics and Business](#)*, [Volume 44, Issue 2](#), May 1992, pp. 135–141.