Avaliação Crítica do Regime de Metas de Inflação a partir de uma Ótica Pós-Keynesiana*

Critical Evaluation of the Inflation Targeting Regime from a Post-Keynesian Perspective

*Assilio Luiz Zanella de Araujo***

Resumo: O presente artigo tem como objetivo avaliar a possível (ou não) compatibilidade entre o regime de metas de inflação (RMI) e os fundamentos da teoria pós-keynesiana. A apreciação se faz necessária uma vez que recentemente alguns trabalhos identificados com a linha pós-keynesiana passaram a inserir o RMI em suas análises, suscitando, assim, certa polêmica entre os pós-keynesianos. Para tanto, serão apresentadas as características fundamentais do RMI e da teoria pós-keynesiana, visando apontar os principais argumentos envolvidos na controvérsia. A principal conclusão é que, apesar de alguns autores alegarem que existe compatibilidade entre o RMI e a teoria pós-keynesiana, a referida teoria é inconciliável com os pilares teóricos que sustentam o RMI.

Palavras-chave: Regime de metas de inflação. Teoria pós-keynesiana. (In)compatibilidade.

Abstract: This article aims to analyze whether the inflation targeting regime (ITR) and the post-Keynesian theory are (or not) compatible. This subject became relevant, specially, due to the fact that recently some academic articles, based on a post-Keynesian approach, have conciliated this theory with ITR, raising, thus, a debate among the post-Keynesians. The article presents the main characteristics of the ITR and the post-Keynesian theory, aiming at highlighting the arguments involved in this debate. The main conclusion is that, although some authors claim that there is possible a compatibility between the ITR and the post-Keynesian theory, this theory is incompatible with the theoretical pillars that support the ITR.

Keywords: Inflation targeting. Post-Keynesian theory. (In)compatibility.

JEL Classification: E52.

---

* Agradeço os comentários e as sugestões feitas pelo prof. Fernando Ferrari Filho. Obviamente, os possíveis erros e omissões remanescentes são de responsabilidade única e exclusivamente do autor.

** Mestrando em Economia do Desenvolvimento pela Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS). E-mail: assilioaraujo@hotmail.com

1 Introdução

No início da década de 1970, a ruptura do sistema de Bretton Woods e a escalada dos preços internacionais oriunda do primeiro choque do petróleo deram início a um processo de transformação da lógica da política monetária. A partir desse marco histórico, o papel anticíclico predominante no pós-Segunda Guerra Mundial cedeu lugar a uma abordagem mais pragmática, marcada pelo estabelecimento de regras e pela determinação da estabilidade de preços como fim último da política monetária.

Em consonância com a inflexão na orientação em termos de política, a teoria macroeconômica passava igualmente por um processo de transição. O paradigma keynesiano (na versão da síntese neoclássica), após três décadas de hegemonia, passou a enfrentar severas críticas advindas da sua incapacidade de explicar o aumento simultâneo da inflação e do desemprego (estagflação). Nesse contexto de descrença nas ideias keynesianas, o monetarismo assume o centro do palco no debate acadêmico. Milton Friedman (1968), através de uma releitura da curva de Phillips e da introdução das hipóteses da taxa natural de desemprego e das expectativas adaptativas, apresentava uma explicação alternativa para a questão supracitada. De acordo com ele, a relação proposta pela Curva de Phillips era válida no curto prazo, pois os trabalhadores poderiam sofrer do que ele denominou de ilusão monetária (confusão entre um aumento do salário nominal e do salário real). No entanto, à medida que os trabalhadores fossem ajustando as suas expectativas à realidade, o desemprego retornaria à sua taxa natural. No longo prazo, não haveria, portanto, *trade-off* entre desemprego e inflação e a curva de Phillips passaria a ter um formato vertical.

O monetarismo de primeira geração, todavia, não permaneceria intocável por muito tempo. O pensamento novo-clássico (ou monetarismo de segundo geração) abalaria os principais alicerces dessa escola, a partir do que se convencionou chamar de revolução das expectativas racionais. Ao contrário do que afirmava a primeira geração dos monetaristas, as expectativas são formadas a partir de modelos corretos de descrição da operação da economia e a moeda é neutra tanto no longo quanto no curto prazo. Com efeito, na ausência de um movimento não antecipado por parte das autoridades monetárias, uma política monetária expansionista teria como único resultado o aumento do nível de preços.[1]

Paralelamente a esse movimento teórico mais amplo, ocorria um importante debate a respeito da melhor forma de reduzir os custos da política monetária. De um lado, os autores monetaristas defendiam a adoção de regras na condução da política (mais especificamente, comprometimento das autoridades monetárias

[1] Carvalho (2004) apresenta uma excelente explicação da transição na teoria e política monetárias.

em perseguir objetivos pré-estabelecidos), pois isso ajudaria a dirimir os possíveis distúrbios ocasionados pelo conhecimento imperfeito dos agentes. De outro lado, os autores de um viés mais keynesiano afirmavam a necessidade de uma discricionariedade da política monetária (utilização dos instrumentos de acordo com a situação), posto que isso otimizaria o uso das políticas em cada momento.

Posteriormente, F. Kyland e Prescott (1977) deslocaram o foco do debate regras *versus* discricionariedade, através dos argumentos de inconsistência temporal e do viés inflacionário. Segundo tais autores, se a política monetária é conduzida discricionariamente, as autoridades monetárias possuem incentivos para privilegiar o crescimento econômico em detrimento da estabilidade de preços. Diante disso, a adoção de regras é a tecnologia de compromisso capaz de evitar a manifestação desse problema e de aumentar a credibilidade da política implementada pelo banco central.

A partir da identificação dos problemas supracitados, surgem duas proposições: por um lado, a condução da política monetária deveria ser feita por um banco central independente e, por outro lado, deveria ter como objetivo central o cumprimento de uma meta de inflação estabelecida no início de um determinado período (RMI),[2] tendo como referência o artigo seminal de Taylor (1993) e, mais tarde, os modelos de Svensson (1997a) e do próprio Taylor.[3]

Desde seu surgimento, o RMI ganhou grande proeminência entre os teóricos e formuladores de política econômica. A operacionalização da política monetária sob esse formato espraiou-se rapidamente por diversos países - Brasil, Chile, Reino Unido, Suécia e África do Sul, entre outros – e as expectativas criadas em torno eram elevadas, tanto no concernente à redução da inflação quanto ao crescimento econômico.

Ao mesmo tempo em que conquistou uma hegemonia dentro do *mainstream*, o RMI foi alvo de contestações advindas da heterodoxia, sobretudo da escola pós-keynesiana.[4] As críticas centravam-se em dois aspectos do RMI, a saber: a) a natureza do processo inflacionário – o aumento do nível de preços era identificado como fruto de pressões oriundas do lado da demanda da economia; e b) a suposição de neutralidade da moeda - a política monetária era considerada um instrumento ineficaz para aumentar o nível de produto. Além disso, era igualmente apontado que as evidências empíricas não eram conclusivas a respeito da

---

2 O RMI constitui-se em um compromisso intermediário no debate regras vis-à-vis discricionariedade da política monetária, ou seja, estabelece uma meta de inflação de longo prazo baseada na ancoragem das expectativas do mercado sem abrir mão completamente de certa autonomia da política monetária para minorar as flutuações do produto.

3 Veja Oreiro e Neves (2008) para uma descrição mais detalhada do contexto teórico que deu origem ao RMI.

4 Entre os autores pós-keynesianos que argumentam nessa direção, encontram-se Arestis e Sawyer (2006), Davidson (2006) e Sicsú (2007).

causalidade entre a implementação do RMI e a melhor performance das economias. Os países emergentes que adotaram o RMI realmente apresentaram um bom desempenho no tratamento da inflação, reduzindo-a após a adoção do referido regime, porém os países que não adotaram o RMI tiveram resultados igualmente satisfatórios, tanto em termos de inflação quanto em termos de crescimento econômico. Portanto, o resultado positivo especialmente no tocante ao combate da inflação parece estar mais vinculado a uma tendência mundial de redução do patamar inflacionário do que a um possível sucesso da política monetária.[5]

A despeito das divergências teóricas, nos últimos anos alguns autores pós-keynesianos - como Palley (2006a; 2006b), Setterfield (2006), Setterfield e Lima (2008) e Oreiro, Paula e Squeff (2009) – têm argumentado que seria possível compatibilizar o RMI com o referencial teórico pós-keynesiano. De acordo com esses economistas, feitas algumas modificações no modelo, existiria um caso pós-keynesiano dentro do escopo do RMI. As autoridades monetárias, nesse caso, ao contrário do modelo mais ortodoxo, possuiriam uma gama mais ampla de instrumentos à disposição e teriam preocupação tanto com a estabilidade de preços bem como com o nível de produto, o que reduziria substancialmente os custos reais desse tipo de política.

Diante dessa controvérsia, cabe indagar: o RMI é compatível (ou não) com o referencial pós-keynesiano? Em busca de uma resposta para tal questionamento, o presente trabalho percorrerá as seguintes etapas: na próxima seção serão apresentados os principais aspectos do RMI, assim como os seus fundamentos teóricos; na terceira parte serão descritas as características centrais do pensamento de Keynes e dos pós-keynesianos; em seguida apresentar-se-ão os principais argumentos favoráveis e contrários à compatibilidade entre o RMI e o referencial pós-keynesiano; e na quinta e última seção do artigo serão tecidas algumas conclusões acerca dessa controvérsia.

2 RMI: Características Basilares, Aspectos Operacionais, Fundamentos Teóricos e Evidências Empíricas

Como as análises teóricas e empíricas sobre o RMI tornaram-se recorrentes nos últimos anos, o objetivo desta seção consiste tão somente em sumarizar argumentações e conclusões, tanto analíticas quanto econométricas, de alguns artigos da vasta literatura relacionada ao RMI. O critério para a escolha dos artigos baseou-se na seleção tanto de trabalhos que apresentam argumentos e análises empíricas pró-RMI quanto daqueles que criticam o RMI e refutam as principais evidências empíricas. Com efeito, os artigos selecionados foram os seguintes: Ber-

[5] Ver Arestis, Ferrari Filho e Paula (2006) e Ferrari Filho e Schifino (2010).

nanke e Mishkin (1997), Svensson (1997b), Gonçalves e Salles (2008), Ball e Sheridan (2003), Arestis, Ferrari Filho e Paula (2011, 2006) e Ferrari Filho e Schifino (2010).

2.1 Características Basilares

As principais características do RMI são as seguintes:

a) o objetivo primordial do banco central deve ser a estabilidade de preços (ARESTIS; FERRARI FILHO; PAULA, 2011). Tal meta deve ser perseguida através da consecução de três condições: credibilidade (o regime deve sinalizar confiança para os agentes econômicos); flexibilidade (a estrutura operacional deve permitir uma ação *ex ante* de forma a evitar choques não antecipados); e legitimidade (a operacionalização deve contar com apoio público e parlamentar). Eventualmente, as metas de estabilidade de preços podem ser acompanhadas pela estabilidade do produto, desde que aquela não seja violada;[6]

b) da mesma maneira que ocorre no caso dos objetivos, há uma assimetria entre os instrumentos de política macroeconômica.[7] A política monetária é vista como um poderoso instrumento da política macroeconômica, ao passo que a política fiscal possui um papel meramente passivo, variando de acordo com a fase do ciclo de negócios (ARESTIS; SAWYER, 2008). A maior eficiência e flexibilidade da política monetária fazem com que esta domine a política fiscal;

c) a operacionalização da política monetária deve ser realizada por um banco central independente, pois assim reprime-se o comportamento inflacionário das autoridades monetárias (problema de inconsistência temporal), bem como garante maior credibilidade frente aos mercados financeiros (condição *sine qua non* para o bom funcionamento da política monetária). O modelo de independência do banco central assume dois formatos principais: a independência de instrumentos (os instrumentos da política monetária ficam sob controle exclusivo do banco central) e a independência de metas (o banco central determina autonomamente as metas da política monetária). De maneira geral, argumenta-se que o primeiro modelo é preferível ao segundo por com-

---

6 "The rationale for treating inflation as the primary goal of monetary policy is clearly strongest when medium to long-term horizons are considered, as most economists agree that monetary policy can affect real quantities, such as output and unemployment, only in the short run." (BENANKE; MISHKIN, 1997, p. 4).

7 A expressão "*one intrument-one target*", utilizada por Arestis e Sawyer, expressa de forma bastante clara a dupla assimetria da política macroeconômica (de instrumentos e objetivos) sob o formato do RMI.

portar, ao mesmo tempo, um insulamento da política monetária das questões político-eleitorais e uma forma mais democrática de determinação das metas;

d) os mecanismos de abertura, transparência e responsabilidade são elementos cruciais na formulação da política macroeconômica. A abertura e a transparência melhoram a credibilidade da política adotada e a responsabilidade reduz substancialmente as incertezas dos agentes econômicos sobre as preferências do banco central.[8] No tocante à última, se a meta não for alcançada, algumas medidas específicas devem ser adotadas, tais como a publicação de um relatório explicativo ou a submissão de uma carta ao governo explicando as razões pelas quais não houve o cumprimento da meta e que medidas serão implementadas para que as metas sejam atingidas no futuro;

e) no caso de economias abertas, sobretudo no caso de países emergentes, a taxa de câmbio tem uma importância vital no bom funcionamento do RMI. Dados os mecanismos de transmissão da política monetária, flutuações excessivas na taxa de juros podem produzir mudanças abruptas na taxa de câmbio e, por conseguinte, no nível de produto. De acordo com os proponentes do RMI, a estabilidade de preços acompanhada de uma taxa de câmbio flutuante é a melhor forma de evitar os desdobramentos negativos sobre a taxa de câmbio, porquanto que as experiências internacionais demonstram que a adoção de metas de taxa de câmbio resulta em crises monetário-cambiais.

2.2 Aspectos Operacionais

A operacionalização da política monetária sob o RMI é feita através da conhecida regra de Taylor. A representação simplificada da regra (a seguir) determina a taxa de juros corrente compatível com o nível de inflação desejada, levando em consideração a taxa de inflação corrente, a taxa de juros real de equilíbrio, o hiato entre a taxa e a meta de inflação e o hiato de produto (desvio do produto real em relação ao produto potencial):

$$i_t = r^* + b(\pi_t - \pi^*) + c(y_t) \qquad (1)$$

[8] "To see the practical advantage of policy transparency, consider the familiar scenario in which an upcoming election or a slow economic recovery induces the government to pressure the central bank to apply some short run stimulus. In a inflation targeting regime, the central bank would be able – indeed, would be required – to make explicit that the short run benefits of this policy (faster real growth) may well be purchased at the price of medium and long term inflation. These projections could then be debated by politicians, press, and public, but at least the issue of long run inflation would be on the table, serving as explicit counterweight to the short- run benefits of monetary expansion" (BERNANKE; MISHKIN, 1997, p. 13).

onde i_t é a taxa nominal de juros, r^* é a taxa natural de juros, π_t é a inflação corrente, π^* é a meta de inflação, y_t é o hiato de produto, *b* e *c* são os coeficientes de resposta aos desvios da inflação e do produto.[9]

Há alguns outros aspectos operacionais a serem considerados. Em primeiro lugar, o conceito de estabilidade de preços não significa uma inflação nula ou muito próxima à zero, mas algo em torno de 2% ao ano. De acordo com os autores que trabalham com o RMI, além das conhecidas razões para se objetivar uma inflação baixa, existem outros motivos não menos importantes para não se desejar uma inflação nula, a saber: por vezes a medição da inflação pode superestimar seu valor real; uma inflação muito baixa pode reduzir a flexibilidade dos salários reais, diminuindo a eficiência de alocação e aumentando a taxa natural de desemprego; e torna-se maior o risco de ocorrer uma deflação na economia (BERNANKE; MISHKIN, 1997).

Além disso, o estabelecimento da meta de inflação envolve duas escolhas básicas: ou uma meta numérica (ponto específico) ou uma banda de variação, bem como em relação ao horizonte temporal em que se espera atingir aquela meta. As escolhas de uma banda de variação ao invés de um ponto específico e de um horizonte temporal mais amplo concedem uma maior flexibilidade para a política monetária, tanto para a estabilização do nível de produto quanto para acomodar os movimentos na taxa de câmbio.

Por último, outra escolha importante é a respeito da forma utilizada para medir a inflação, ou seja, como o índice de inflação deve ser construído. O problema central está na incorporação ou não de alguns itens que sofrem influência de movimentos erráticos de curto prazo e/ou daqueles que têm uma relação direta com decisões governamentais (preços administrados). Segundo Arestis, Ferrari Filho e Paula (2006), o índice de inflação deveria expurgar os itens que sofrem variações de preços oriundas de choques na taxa de câmbio, de alterações em impostos indiretos ou de preços regulados, com base na suposição de que são autoajustamentos ou variações de curto prazo que contêm muito pouca informação sobre as variações no longo prazo.[10]

---

9 De acordo com Taylor (1993), os coeficientes deveriam ter os seguintes valores: c= 0,5, b = 1,5. No caso do Brasil, segundo Curado e Dezordi (2009, p. 144), a função impulso- resposta do modelo VAR demonstrou a seguinte reação da taxa SELIC: (i) para um choque de 1% no IPCA, a SELIC responde com aproximadamente 1,9%; e (ii) para o mesmo choque de 1% no hiato de produto, a SELIC responde com 0,98%.

10 No caso do Brasil, por exemplo, o IPCA não exclui a entrada de preços administrados, os quais representam boa parcela da inflação captada e não são sensíveis às variações na taxa de juros, de forma que a taxa de juros é mantida em um patamar mais elevado do que seria necessário caso fosse utilizado o núcleo da inflação (forma de medir a inflação que exclui os aumentos provocados por fatores temporários ou casuais).

2.3 Fundamentos Teóricos

O RMI está fundamentado nas principais premissas do novo consenso macroeconômico (NCM) (ARESTIS; SAWYER, 2008), a saber:[11]

a) *separação entre os fatores reais e nominais*: a suposição de que há uma dicotomia entre o lado real e lado monetário da economia significa que um aumento da oferta de moeda ficaria restrito à esfera monetária, não tendo um impacto duradouro sobre a esfera real da economia. Desse modo, independentemente dos efeitos passageiros devido a uma ilusão monetária ou a algum movimento não antecipado das autoridades monetárias, a moeda possui um papel secundário na determinação do nível de produto. O resultado dessa dissociação é um equilíbrio do produto determinado pelo lado da oferta da economia (chamado de produto natural ou *non-accelerating inflation rate of unemployment* - Nairu), influenciado de forma duradoura apenas por políticas que tenham impacto sobre variáveis reais, como a produtividade ou a estrutura do mercado de trabalho;[12]

b) *inflação como um fenômeno predominantemente de demanda*: na verdade, dentro da estrutura do RMI não há nada que impossibilite que as pressões inflacionárias sejam diagnosticadas como decorrentes de outros fatores que não estão diretamente relacionados ao lado da demanda da economia. Com efeito, a inflação pode ser considerada tanto oriunda de um excesso de demanda quanto de choques de oferta ou erros de expectativas. Carlin e Soskice (2006), por exemplo, utilizando um argumento tipicamente kaleckiano, observam que a inflação resulta de um conflito distributivo entre trabalhadores e capitalistas, mais especificamente da incompatibilidade entre o salário real desejado pelos sindicatos e o salário que as firmas estão dispostas a pagar dado o *mark-up* desejado.[13] Entretanto, não obstante a inflação de custos possa ser

---

[11] Serão abordadas somente as premissas teóricas que não foram suficientemente trabalhadas nas seções anteriores. Sua apresentação será de suma importância para a seção sobre a (in)compatibilidade entre o RMI e a teoria pós-keynesiana.

[12] "The assignment can then be made: monetary policy to the nominal side of the economy, and specifically to inflation and supply side policies to address the real side of the economy (and often, though not an intrinsic part of IT, labor market policies to address problems of unemployment)." (ARESTIS; SAWYER, 2008, p. 641).

[13] O argumento dos autores pode ser sumariado da seguinte forma: supondo que o salário real é uma função inversa da taxa de desemprego, existe uma taxa de desemprego que compatibiliza a demanda dos trabalhadores e dos capitalistas pela distribuição da renda nacional. Tal taxa de desemprego é a Nairu (que não necessariamente corresponde ao pleno emprego da força de trabalho). Se a taxa de desemprego efetiva for menor do que a Nairu, o salário real desejado pelos

acomodada dentro do RMI, cabe ressaltar que a regra de Taylor incorpora predominantemente as pressões inflacionárias decorrentes de um *gap* positivo do produto (excesso do produto em relação ao produto natural ou potencial da economia);

c) *taxa natural de juros:* a regra de Taylor pode ser considerada uma nova aplicação da regra wickselliana. Assim como na análise de Wicksell, a regra de Taylor utiliza o conceito de taxa natural de juros e a diferença entre esta e a taxa corrente como um dos fatores para a orientação da política monetária. O processo cumulativo de Wicksell considera que os movimentos no nível de preços são oriundos das discrepâncias entre duas taxas de juros: a taxa de juros de mercado - a taxa cobrada pelos bancos na oferta de crédito - e a taxa natural de juros - a taxa de equilíbrio que iguala *ex-ante* a poupança desejada com o investimento planejado. Caso haja uma igualdade entre as duas, a economia estará em equilíbrio: a oferta agregada será igual à demanda agregada e os preços permanecerão estáveis. No entanto, não há nenhum mecanismo que garanta a igualdade entre as duas taxas. Se a taxa de juros de mercado estiver abaixo da taxa natural, haverá uma expansão de crédito e o investimento planejado excederá a poupança, gerando uma pressão altista sobre os preços. Em outras palavras, uma taxa de juros de empréstimo abaixo do seu nível "normal" estimulará os empresários a buscar novos projetos de investimento, e, caso os bancos acomodem a maior demanda por crédito, o resultado será uma elevação da demanda agregada e, por conseguinte, um aumento persistente e cumulativo dos preços até o ponto em que durar o diferencial entre as duas taxas de juros. O efeito simétrico ocorrerá quando a taxa de mercado permanecer acima da taxa natural de juros. Diante dessa instabilidade quase insustentável, Wicksell propunha uma regra simples de manipulação da taxa de juros de mercado para a manutenção da estabilidade no valor da moeda: se os preços aumentarem, a taxa de juros deve ser elevada; se os preços diminuírem, a taxa de juros deve ser reduzida.[14]

---

sindicatos será maior que o salário real que as firmas estão dispostas a pagar, levando os sindicatos a exigir aumentos do salário real acima da inflação. Uma vez que as empresas não estão dispostas a reduzir sua margem de lucro, haverá o repasse desse aumento de salários para os preços e, por conseguinte, a aceleração da inflação. Se o Banco Central estiver operando sob o RMI, a taxa de juros será aumentada para produzir um realinhamento entre o desemprego efetivo e a Nairu, a fim de eliminar o conflito distributivo entre trabalhadores e capitalistas.

14 Carvalho *et al*. (2000) descrevem o processo cumulativo de Wicksell de forma bastante didática.

2.4 Evidências Empíricas

Inicialmente, Ball e Sheridan (2003), com base em uma amostra de 20 países da OCDE, afirmaram que durante o período observado não havia evidências de que a implementação do RMI tenha resultado em uma melhor performance em termos de inflação, produto ou taxa de juros. Os países que adotaram o RMI tiveram realmente um melhor desempenho em comparação com o período anterior (leia-se antes do RMI ter sido colocado em prática): a) a média e a volatilidade da taxa de inflação diminuíram consideravelmente; e b) o crescimento do produto apresentou uma maior estabilidade. Entretanto, os países que não adotaram o RMI experimentaram um desempenho igualmente satisfatório. Embora em alguns casos a melhora tenha sido maior naqueles países que utilizaram o RMI, a análise econométrica sugere que isso não está relacionado à forma de operação da política monetária, e sim ao fato de tais economias apresentarem uma inflação mais alta e instável no início do período. Portanto, de acordo com os autores, "[...] this finding suggests that better performance resulted from something other than targeting." (BALL; SHERIDAN, 2003, p. 2).

Gonçalves e Salles (2008), por sua vez, argumentaram que o estudo de Ball e Sheridan (2003), como focava apenas nos casos dos países que faziam parte da OCDE, possuía certo viés na seleção da amostra, a saber: uma vez que as economias desenvolvidas não sofrem de severos problemas inflacionários ou outros distúrbios macroeconômicos, os ganhos advindos da adoção do RMI têm uma tendência de serem menores comparativamente às demais economias. Assim, os autores optaram por analisar os dados dos países emergentes. Nesse caso, com base em uma amostra de 35 países, a queda na média e no desvio-padrão da inflação e a estabilidade no crescimento do produto mostram que os resultados das economias emergentes que implementaram o RMI são superiores aos dos países que não adotaram o RMI. Desse modo, segundo Gonçalves e Salles (2008, p. 3), "[...] whereas is still not there for more developed economies, we have some initial signs that adopting IT was not all irrelevant for emerging economies".

Arestis, Ferrari Filho e Paula (2011, 2006), analisando um grupo de países emergentes, composto pelos países latino-americanos mais importantes, os Brics e a África do Sul, encontraram resultados contrastantes com aqueles apontados por Gonçalves e Salles (2008): a inflação realmente apresentou uma tendência de queda ao longo dos últimos anos, mas o movimento foi basicamente o mesmo para os países que adotaram o RMI e aqueles que não o adotaram. Os autores ressaltam igualmente que alguns países que não puseram o RMI em prática, como China, India e Malásia, possuíam taxas de inflação de 4% a.a. e apresentavam médias de crescimento do produto entre as maiores da economia mundial. Ferrari Filho e Schifino (2010), por seu turno, utilizando um modelo de regressão linear clássico (mínimos quadrados), não encontraram evidências estatísticas consistentes de que

o RMI tenha representado uma diferença em termos de comportamento da média e da volatilidade do crescimento do produto e da inflação. Ademais, Brito e Bystedt (2010), empregando o método dos momentos generalizados (GMM), encontraram evidências de que a adoção do RMI tem um impacto negativo significativo sobre a média de crescimento dos países emergentes, bem como uma relação fraca e não muito significativa entre a adoção do RMI e a redução da média e da volatilidade da inflação. Logo, os autores concluíram que os resultados sugerem de forma mais robusta o impacto negativo do RMI sobre o crescimento econômico do que a sua contribuição para a redução da inflação.

Enfim, não obstante a indubitável queda da inflação nos últimos anos, as evidências empíricas ainda são dúbias a respeito do papel explicativo do RMI na melhora do desempenho macroeconômico dos países emergentes.

3 As Concepções Teóricas de Keynes e dos Pós-Keynesianos sobre Moeda, Política Monetária e Inflação

3.1 A Não Neutralidade da Moeda e a Função da Política Monetária

Segundo o artigo seminal de Kregel (1985), há duas vertentes principais dentro do pensamento pós-keynesiano, a de Cambridge (Reino Unido) e a americana. A vertente de Cambridge – tradicionalmente associada aos nomes de Kahn, Robinson, Kaldor, Harrod, entre outros – se desenvolveu em torno da tentativa de estender as ideias presentes na Teoria Geral para a temática (de longo prazo) do crescimento econômico e da distribuição de renda. Por outro lado, a vertente americana – que tem como seus principais expoentes Paul Davidson, Minsky, Kregel, entre outros - procurou aprofundar os elementos da análise monetária de Keynes. Davidson, por exemplo, analisou o investimento em termos de preços presentes e futuros para sustentar a ideia de preferência pela liquidez, enquanto Minsky vinculou o papel do gasto agregado na determinação dos preços relativos de bens de consumo e bens de capital para identificar a influência do sistema financeiro nos ciclos de investimento.[15]

Nessa segunda vertente, conforme Carvalho (1989), um dos postulados fundamentais é o de não neutralidade da moeda (isto é, a política monetária tem um efeito duradouro sobre o lado real da economia).[16] A ideia básica por trás disso é a seguinte: em uma economia empresarial, os indivíduos, em determinadas situações, preferem reter moeda ao invés de demandar por ativos reprodutíveis, resul-

---

15 Harcourt (2006) e Oreiro (2008) representam tentativas mais recentes de avaliar as vertentes e o programa de pesquisa pós-keynesiano.

16 Os temas da não neutralidade da moeda e da função da política monetária foram exaustivamente abordados por vários autores pós-keynesianos, por isso os apresentaremos de forma breve.

tando em uma diminuição do nível de atividade econômica. Em outras palavras, a moeda, devido a alguns atributos peculiares (leia-se elevado prêmio de liquidez), torna-se especialmente atraente em certas conjunturas, o que leva a uma realocação da riqueza na direção dos ativos líquidos e uma transferência da circulação industrial para a circulação financeira.

Fora de um hospício para loucos, por que alguém desejaria reter a moeda ao invés de demandar por outras formas de riqueza?[17] A resposta para tal questionamento passa pela compreensão das características básicas de uma economia monetária de produção:[18]

a) as decisões empresariais de produção e investimento são orientadas pela obtenção de lucros em *forma monetária*. Como foi destacado por Marx (2008), o único objetivo do empresário quando aplica o capital no processo produtivo é a obtenção de um maior montante de dinheiro do que aquele inicialmente adiantado (D – M – D'). Portanto, a moeda tem um papel central: constitui a variável chave na função objetivo do agente mais importante da economia, a firma;
b) os investidores agem imersos em um ambiente de incerteza. Ao invés de decidirem a partir de informações sólidas e de um risco probabilístico, são obrigados a conviver com a ignorância a respeito de uma ampla sorte de eventos futuros. O fato dos acontecimentos futuros não serem meras reproduções estatísticas de resultados passados faz com que os indivíduos não consigam formar uma distribuição de probabilidades única, aditiva e confiável como guia de conduta.[19] Em outras palavras, em um mundo não ergódico, os empresários investem apoiados em expectativas formadas a partir de uma base de dados extremamente frágil e do *animal spirits*;
c) os processos de produção e de troca são organizados através de uma ampla rede de contratos monetários, divididos em compromissos à vista (entrega e pagamentos imediatos) e futuros (entrega e pagamento contratados no presente para liquidação futura). Nesse caso, a emergência dos contratos futuros é o elemento fundamental, pois permite a

[17] Modificação da pergunta original feita por Keynes: "Fora de um hospício para loucos, por que alguém desejaria usar o dinheiro como reserva de valor?" (KEYNES, 1984, p. 173).

[18] "[...] an economy in which money plays a part of its own and effects motives and decisions and is, in short, one of the operative factors in the situation, so that the course of events cannot be predicted, either in the long period or in the short, without a knowledge of the behavior of money between the first state and the last. And it this which we ought to mean when we speak of a *monetary economy*." (KEYNES, 1973, p. 409).

[19] Veja Dequech (1999) para uma discussão mais aprofundada sobre o conceito de incerteza no sentido keynesiano.

atenuação e socialização das incertezas que cercam o processo produtivo, bem como o controle de custos por parte dos empresários.[20]

Numa economia organizada da forma supracitada, as funções básicas da moeda serão a de moeda-de-conta (unidade em que os contratos são expressos) e meio de pagamento (forma de liquidação dos mesmos). Esse duplo papel da moeda implicará no surgimento de uma terceira função e, por conseguinte, na ampliação da sua natureza original: de um simples meio de pagamento ou mera conveniência temporária, a moeda tornar-se-á uma reserva de valor ou um ativo concorrente com os demais, uma vez que não será utilizada unicamente para cumprir obrigações contratuais presentes, mas como meio de destravar compromissos em qualquer momento do tempo. Portanto, os indivíduos permanecerão com a moeda "em mãos" para afastar o risco de não conseguirem honrar as suas dívidas.

Além do entesouramento para saldar débitos vindouros, existirá interesse na retenção da moeda para a implementação de estratégias defensivas frente a um cenário futuro incerto. Devido ao seu atributo de liquidez, ou seja, à sua grande flexibilidade de se transformar outras formas de riqueza, a moeda torna-se um excelente *hedge* contra as incertezas que cercam as decisões de investimento.

Nesse contexto brevemente descrito, a política monetária tem um efeito duradouro sobre o lado real da economia, através de dois mecanismos básicos de transmissão. Primeiro, o aumento da oferta de moeda implicará uma mudança nos preços relativos dos ativos em favor dos ativos reprodutíveis, uma recomposição do portfólio dos agentes (incluindo-se as instituições financeiras) e um aumento da acumulação de capital. Dito de outra forma, uma política monetária expansionista promoverá, via variação dos preços relativos, maior retenção de ativos ilíquidos, a transferência da moeda da circulação financeira para a circulação industrial e o aumento do nível de atividade econômica. Segundo, ao alterar o volume das reservas bancárias via expansão monetária, o banco central estimula os bancos a substituir parte de suas reservas por empréstimos, o que gera uma expansão do crédito bancário (principalmente de curto prazo). Os dois mecanismos têm como elo central a preferência pela liquidez do setor bancário, contudo, enquanto o primeiro atua sobre o preço relativo dos ativos financeiros, o segundo opera sobre a disponibilidade de reservas.[21]

Uma vez que a oferta de moeda tem um impacto permanente sobre o nível de atividade econômica, a principal função da política monetária, de acordo com

---

20 Para um debate mais detalhado a respeito das principais características de uma economia monetária de produção, ver Carvalho (1989).

21 Carvalho (1999, 1996, 1994) oferece uma didática e interessante explicação para a não neutralidade da moeda e para os mecanismos de transmissão da política monetária.

a perspectiva teórica em questão, deve ser a de prover liquidez para o crescimento econômico e para a expansão do nível de emprego. Em suma, ao invés de ter como objetivo primário a manutenção da estabilidade de preços, as autoridades monetárias devem concentrar seus esforços no transbordamento de recursos da esfera financeira para o setor produtivo da economia.

3.2 As Considerações de Keynes sobre a Inflação

Ao longo de sua vasta obra, Keynes não elaborou uma teoria específica para explicar as causas do aumento do nível de preços, limitando-se apenas a alguns *insights* não muito estruturados e conclusivos sobre o tema.[22] No *Tract on Monetary Reform*, publicado em 1923, ele analisa as causas e consequências das crises financeiras e cambiais da Europa no período pós-Primeira Guerra Mundial. Nesse contexto histórico, dados os impactos deletérios que vinha exercendo sobre a produção e distribuição de renda dentro da sociedade, a variação do valor da moeda aparece como uma questão de extrema relevância.

> The fluctuations in the value of money since 1914 have been on a scale so great as to constitute, with all they involve, one of the most events is the economic history of the modern world. [...] Each process, inflation and deflation alike, has inflicted great injuries. Each has an effect in altering the distribution of wealth between different classes, inflation in this respect being the worse of two. Each has also an effect in overstimulating or retarding the production of wealth, tough here deflation is the more injurious (KEYNES, 1971, p. 1-5).

Além dos efeitos econômicos e sociais da volatilidade nos preços, o autor avalia a relação, estabelecida pela Teoria Quantitativa da Moeda (TQM), entre o aumento da oferta de moeda e o nível de preços. Para isso, ele reestrutura a equação quantitativa de Cambridge:

$$n = p\,(k + rk') \qquad (2)$$

em que *n* é a oferta de moeda, *p* é o nível geral de preços, *k* é a demanda por moeda em poder do público, *k'* é a demanda por moeda em termos de moeda bancária e *r* é a razão reservas bancárias/depósitos à vista.

[22] Conforme Davidson, as razões para uma negligência de tal monta são óbvias: "Keynes's general theory analysis was developed in the 1930s after Britain had suffered more than a decade of high unemployment and depression. It is not supervising therefore that Keynes devoted most of this theoretical analysis to unemployment problem and relegated his discussion of the threat of inflation to some comments on "bottlenecks" and "changes in the wage unit". (DAVIDSON, 2009, p. 160).

A partir da suposição de que o longo prazo não era o horizonte temporal mais adequado para a análise econômica,[23] Keynes argumenta o seguinte: a TQM apresentava uma instabilidade no curto prazo: ao contrário do que supunha a teoria em questão, a velocidade da circulação da moeda - determinada pelos hábitos do público e pelas práticas bancárias - não permanecia constante ao longo do tempo. Como a renda do público não é imune às oscilações no valor da moeda, os indivíduos procuram se defender de possíveis perdas durante o movimento de passagem para a nova posição de equilíbrio, de sorte que a quantidade de dinheiro demandada pelos indivíduos e o volume de crédito concedido pelos bancos não continua a mesma. Portanto, no curto prazo, a suposta proporcionalidade entre a quantidade de moeda colocada em circulação e o nível geral de preços deixa de ser válida, pois a alteração nas demais variáveis acaba influenciando o estoque de moeda na economia.[24]

Em suma, embora não rejeitasse a TQM,[25] Keynes lança um questionamento concernente à relação direta e proporcional estabelecida pela teoria. A partir da introdução do papel das expectativas, ele observa que a expansão monetária não impacta somente sobre o nível de preços da economia.

No panfleto intitulado *How to pay for the war*, publicado em 1940, o autor também trata da questão da inflação, mas sob uma ótica totalmente diferente. Nesse caso, procurava apenas dar uma resposta para uma questão prática, qual seja, porquanto que a economia estaria em nível de plano emprego devido ao aumento da demanda governamental, como transferir os recursos para o financiamento dos gastos de guerra sem gerar um processo inflacionário?

Como resposta, o plano proposto por ele tinha como ideia básica retirar o excesso do poder de compra privado através de uma sobretaxa progressiva (constituída de impostos diretos e poupança compulsória) sobre todas as rendas acima de um limite mínimo. Além da preocupação com a estabilidade macroeconômica, tinha uma finalidade de caráter mais social.[26] Em termos mais específicos, os objetivos do plano eram os seguintes: aumentar as receitas governamentais, necessárias para financiar os gastos do governo inglês, evitar o aumento da inflação e diminuir as desigualdades sociais.

---

23 "[…] this long run is a misleading guide to current affairs. In the long run we are all dead. Economists set themselves too easy, too useless a task if in tempestuous seasons they can only tell us that when the storm is long past the ocean is flat again." (KEYNES, 1971, p. 65).

24 "Thus in these and in other ways the terms of our equation tend in their movements to favor the stability of *p*, and there is a certain friction which prevents a moderate change in n from exercising its full proportionate effect on *p*." (KEYNES, 1971, p. 66).

25 "This theory is fundamental. Its correspondence with is not open to question, Nevertheless it is often misstated and misrepresented." (KEYNES, 1971, p. 61).

26 "Um plano que se utiliza de um período de sacrifício geral não como uma desculpa para adiar reformas desejáveis, mas como uma oportunidade para avançar além do que já avançamos até aqui na redução das desigualdades." (KEYNES, 1984, p. 189).

No tocante à questão da inflação, a despeito da economia estar no nível de pleno emprego dos fatores produtivos, o autor considerava que a principal restrição da economia estava relacionada a uma falta de oferta para suprir o consumo da população e, não, a um excesso de demanda.

3.3 A Abordagem Pós-Keynesiana da Inflação

Os pós-keynesianos procuraram preencher a lacuna teórica que havia sido deixada pelo seu patrono. A inspiração para tal empreitada foi buscada, sobretudo, no debate estruturalista sobre a inflação que ocorreu nos anos 1950 e 1960, tanto no que diz respeito ao diagnóstico do processo inflacionário quanto às medidas propostas para combater o problema.[27]

Na abordagem pós-keynesiana/estruturalista, a inflação pode ser considerada um fenômeno oriundo de múltiplas causas, que não necessariamente estão relacionadas ao lado da demanda da economia. Dito de outra forma, para tal visão, o aumento do nível de preços procede, de maneira geral, de uma modificação nas condições do lado da oferta, mais especificamente no custo dos fatores produtivos.[28]

De acordo com Davidson (1994), a inflação possui três causas capitais, a saber: a) rendimentos decrescentes, oriundos da escassez de algum insumo ou da utilização de trabalhadores e equipamentos menos eficientes à medida que o produto aumenta; b) crescimento das margens de lucro, decorrente da ação dos empresários em momentos que as condições de mercado possibilitam o aumento do *mark-up* em relação aos custos de produção; e c) crescimento dos salários nominais em relação à produtividade do trabalho, influenciado principalmente pelo nível de desemprego vigente e pelo poder político da classe trabalhadora.

Em termos algébricos, o raciocínio básico por trás dessa ideia pode ser expresso por uma equação bastante simples:

$$P = k\,(w / A) \qquad (3)$$

onde A é a média de produtividade física do trabalho, w / A é o custo de produção da unidade de trabalho e k é a taxa de *mark-up*.

---

27 Sicsú (2003) apresenta a influência da abordagem estruturalista para a visão pós-keynesiana da inflação.

28 Segundo Kawamoto e Oreiro (2011, p. 3), "Para os Pós-Keynesianos, uma situação de excesso de demanda agregada só pode produzir uma pressão altista nos índices de preços no mercado à vista (*spot*). Se os preços do mercado à vista são mais elevados do que os preços no mercado futuro (*forward*), um ajuste de quantidade irá ocorrer, de modo a garantir a eliminação da inflação produzida pelo excesso de demanda".

A partir disso, o processo inflacionário pode ser descrito, de forma mais precisa, como o resultado de tentativas sucessivas de alteração na distribuição de renda vigente: a) uma expansão da atividade econômica e uma redução da taxa de desemprego resultam no emprego de equipamentos e trabalhadores menos ineficientes no processo produtivo, gerando uma inflação de retornos decrescentes; b) dado o aumento dos preços e o maior poder de barganha advindo da redução do nível de desemprego, os trabalhadores tentarão reagir ao aumento dos preços através de uma reivindicação por aumentos salariais; e c) os empresários, por outro lado, além de repassar os aumentos salariais para os preços, aproveitarão a maior demanda por seus produtos para aumentar as suas margens de lucro. Em síntese, de acordo com a ótica pós-keynesiana, o conflito distributivo aparece sempre como o fator desencadeante da elevação nos preços. Nas palavras de Davidson (1994, p. 149):

> The Post Keynesians accept a variant of the Friedman aphorism that inflation is always a monetary phenomenon. For Post Keynesians, inflation can only occur in economies that use money (and money contracts) to organize production and exchange processes. Inflation then is always the result of attempts to alter the existing distribution of money among inhabitants of the same region, and/or interregionally, and/or internationally.

No que concerne ao controle do processo inflacionário, os pós-keynesianos sugerem uma série de medidas que ataquem diretamente o foco inflacionário, evitando-se medidas de desaquecimento da demanda agregada. Isto é, busca-se compatibilizar o combate à inflação com a manutenção do "pleno emprego" por meio de políticas que ajam diretamente sobre as causas da inflação (em geral, aumento dos custos dos fatores produtivos) e sobre setores específicos que não estão tendo um comportamento compatível com a estabilidade de preços.

Nesse sentido, há algumas proposições de política econômica que vão desde a simples manipulação de políticas econômicas até a construção institucional e reformas de caráter mais estrutural. A *tax-based income policy* (TIP), talvez a mais criativa entre elas, penaliza as maiores firmas da economia que permitem o crescimento do salário acima da produtividade média do trabalho através de uma estrutura de tributação específica. Assim, da mesma forma que ocorre no caso de empresas altamente poluidoras, os impostos impõem uma punição para aquelas firmas que infligem um custo para a sociedade através da permissão de um crescimento salarial acima do socialmente aceitável, ao mesmo tempo em que procuram resguardar as firmas ou setores que não estão tendo uma atitude inflacionária.[29]

[29] Sicsú (2003) apresenta uma ampla gama de políticas não monetárias para o controle da inflação.

4 Controvérsia a Respeito da Compatibilidade entre o RMI e o Referencial Pós-Keynesiano

4.1 A Compatibilização entre o RMI e a Teoria Pós-Keynesiana

Os autores que defendem ser possível conciliar o RMI na análise pós-keynesiana afirmam que algumas mudanças no modelo ortodoxo, tais como a introdução de uma equação de expectativas inflacionárias (movidas por incerteza), tornariam o modelo do RMI mais compatível com a visão pós-keynesiana.

De acordo com Palley (2006a, 2006b), o modelo do RMI deveria incorporar uma curva de Phillips baseada em *backward bending long-run Phillips curve*. A lógica básica do modelo é a seguinte: em níveis de inflação reduzidos, a inflação pode lubrificar a acomodação do mercado de trabalho através da facilitação do ajustamento de preços e salários nos setores com desemprego, o que cria uma relação negativa entre inflação e desemprego a partir de um determinado ponto da curva de Phillips.

Nesse caso, a operacionalização da política monetária deve ter como objetivo atingir o ponto em que o efeito lubrificante da inflação atinge o seu nível ótimo e a taxa de desemprego atinge o seu patamar mínimo. Em outros termos, ao invés de ter como foco o Nairu, como faz o modelo ortodoxo do RMI, a manipulação da taxa de juros deve ter em vista o *Minimum unemployment rate of inflation* (Miru). Na primeira abordagem, a inflação é um mero resultado estatístico que descreve o estado de equilíbrio da economia – ou seja, se o nível de preços está aumentando, a economia está aquecida e as autoridades devem adotar uma política monetária contracionista -, ao passo que, na segunda, a inflação é um mecanismo de ajustamento que pode ser calibrado para minimizar a taxa de desemprego.

Setterfield (2006) desenvolve um modelo de RMI a partir do reconhecimento explícito de duas suposições fundamentais da teoria pós-keynesiana, a saber: a) o papel da demanda agregada na determinação da renda real; e b) a inflação como resultado do conflito distributivo entre trabalhadores e empresários. Desse modo, ao contrário do modelo ortodoxo, os fatores do lado da oferta não são os únicos determinantes do nível de produto e a inflação não aparece como resultado simplesmente de um excesso de demanda em relação ao produto natural da economia.

Ademais, Setterfield e Lima (2008) afirmam que a compatibilidade do RMI com a teoria pós-keynesiana passa necessariamente pelo formato de operacionalização da política monetária. Assim, enquanto o modelo ortodoxo coloca muita ênfase na estabilidade de preços e utiliza um único instrumento para atingir o seu objetivo, o modelo pós-keynesiano deve utilizar um *mix* mais amplo de políticas e adotar como meta tanto o controle da inflação quanto o nível de produto. Nas

palavras dos autores, "[...] the more orthodox the regime becomes, the less viable is inflation targeting in a Post Keynesian economy"(SETTERFIELD; LIMA, 2008, p. 435).

Indo na direção da compatibilidade entre o RMI e a teoria pós-keynesiana, Oreiro, Paula e Squeff (2009) apresentam uma proposta de um modelo institucional mais flexível para o RMI, o qual diminuiria os custos reais associados à manipulação da taxa de juros e/ou reduziria a necessidade de mudanças na taxa de juros para atingir a meta de inflação. O novo desenho abarcaria os seguintes aspectos institucionais: um intervalo de tolerância em torno de um ponto central, ao invés da fixação de uma meta pontual; um índice de preços com expurgo daqueles itens considerados sensíveis a choques de oferta, no lugar de se adotar um índice de preços cheio; a fixação de períodos mais longos para alcançar a meta determinada; a determinação da taxa de juros com um maior grau de discricionariedade, no lugar de seguir uma regra mecânica de determinação da taxa de juros; e a utilização de outras políticas como instrumento complementar para o controle da inflação.

4.2 Incompatibilidade entre o RMI e a Fundamentação Teórica Pós-Keynesiana

Conforme os autores que advogam a incompatibilidade entre o RMI e a teoria pós-keynesiana, os postulados do pensamento pós-keynesiano são antitéticos àqueles que sustentam o RMI (estabelecimento de uma âncora nominal, separação entre os fatores reais e monetários, inflação como um fenômeno essencialmente de demanda e existência de uma taxa natural de juros).

Primeiro, o estabelecimento de uma âncora nominal (isto é, colocar o controle da inflação como único objetivo) seria uma subutilização da política monetária. Como foi argumentado na terceira seção, a preocupação vital da política monetária deve ser a de prover liquidez para tornar os ativos reprodutíveis relativamente mais atraentes e estimular o investimento no setor produtivo, e não a de garantir a manutenção da estabilidade de preços.

Segundo, em uma economia monetária de produção, os fatores reais não são completamente descolados dos fatores monetários. Em um mundo não ergódico, organizado a partir de uma rede de contratos monetários, os indivíduos, em momentos de elevado grau de incerteza, preferem reter ativos líquidos ao invés de alocar a sua riqueza em bens de capital, gerando uma interferência da esfera monetária na esfera real da economia.

Terceiro, as pressões inflacionárias advindas do lado da demanda da economia afetam unicamente o índice de preços no mercado à vista (*spot*). Se os preços desse mercado forem mais elevados do que os preços no mercado futuro (*forward*), um ajuste de quantidades eliminará a tendência altista oriunda do excesso de demanda. Os preços do mercado futuro, por seu turno, são influenciados

somente pelos custos dos fatores produtivos, ou melhor, pelas tentativas sucessivas de elevação nas margens de lucros e nos salários. Portanto, como foi ressaltado acima, o aumento persistente do nível de preços tem como causa primária o conflito distributivo dentro da sociedade.

Por último, apesar de os pós-keynesianos rejeitarem o conceito de taxa natural de juros, não há uma posição única sobre essa questão dentro da obra de Keynes. No *Tratado sobre a moeda*, embora não apareça explicitamente nas equações fundamentais, a relação entre a taxa natural de juros e a taxa de mercado é um elemento central, pois determina a igualdade entre poupança e investimento (condição de equilíbrio das equações). Diante disso, a não convergência entre elas altera o desejo de reter moeda por parte dos agentes, o equilíbrio entre poupança e investimento e o patamar de preços e produto vigentes na economia. Nas palavras de Keynes (1976, p. 139):

> Following Wicksell, it will be convenient to call the rate of interest which would cause the second term of our second fundamental equation to be zero the natural rate of interest, and the rate which actually prevails the market rate of interest. Thus the natural rate of interest is the rate at which saving and the value of investment are exactly balanced, so that the price level of output as a whole (π) exactly corresponds to the money rate of efficient earnings of the factors of production. Every departure of the market rate from the natural tends, on the other hand, to set up a disturbance of the price level by causing the second term of the second fundamental equation to depart from zero.

Por outro lado, na *Teoria geral do emprego, do juro e da moeda* (TG), Keynes afirma que foi um equívoco falar de uma taxa natural de juros independente do volume de emprego. Anteriormente, ele considerava a circunstância de não igualdade entre poupança e investimento e de desemprego nos recursos produtivos como um desequilíbrio nas equações fundamentais. A partir da TG, o autor reconhece que a economia pode estar em equilíbrio mesmo fora do estado de pleno emprego dos fatores produtivos. Sendo assim, fazia mais sentido falar em várias taxas de juros de equilíbrio, uma para cada posição de emprego dos fatores, bem como em uma taxa de juros "ótima" para representar a situação quando todos os recursos estão devidamente empregados. Segundo Keynes:

> Em minha obra *Treatise on Money* defini o que pretendia ser uma taxa de juros de natureza única, a que chamei de taxa natural de juros - isto é, aquela que na terminologia de meu *Treatise* mantinha a igualdade entre o montante de poupança (segundo a definição ali adotada) e o montante do investimento. Pensei assim desenvolver e esclarecer a noção de "taxa natural de juros" de Wicksell que, segundo ele, era a que conservaria a estabilidade de um certo nível de preços não

> muito bem definida.[...] Tinha eu, contudo, ignorado o fato de que, segundo esta definição, há em cada sociedade uma taxa de juros diferente para cada volume teórico de emprego hipotético. E para ele a mesma é "natural" no sentido de que o sistema estará em equilíbrio com esse nível de taxa de juros e esse volume de emprego. Foi, portanto, um erro falar da taxa natural de juros ou sugerir que anterior definição lhe daria um valor único independente do volume de emprego. Eu não compreendera então que, em certas circunstâncias, o sistema pode estar em equilíbrio abaixo do pleno emprego (KEYNES, 2007, p. 189).

5 Considerações Finais

O artigo tinha como objetivo central expor as principais argumentações que mostram ser (não ser) possível uma conciliação entre o RMI e a análise pós-keynesiana. Nesse sentido, por um lado, mostrou-se que nos últimos tempos um grupo de economistas levantou a hipótese de que a compatibilidade entre o RMI e a teoria pós-keynesiana passava simplesmente por uma modificação no modelo ortodoxo do RMI. Assim sendo: a) Palley (2006a, 2006b) desenvolveu um modelo pós-keynesiano do RMI pela introdução de um novo formato para a Curva de Phillips (*backward bending long-run Phillips curve*), no qual a política monetária teria como meta o ponto em que o efeito lubrificante da inflação sobre o mercado de trabalho atinge seu nível máximo (Muri), e não o produto natural ou potencial da economia (Nairu); b) Setterfield (2006) e Setterfield e Lima (2008) elaboraram modelos com base em postulados tipicamente pós-keynesianos, quais sejam, pressões do lado da demanda exercem um papel importante na determinação do equilíbrio do produto e a inflação aparece como resultado de um conflito distributivo no seio da sociedade; e c) Oreiro, Paula e Squeff (2009) apresentaram uma proposta de flexibilização do RMI de modo a adequá-lo ao referencial teórico pós-keynesiano. Nesse particular, o problema não estaria no RMI em si, mas no formato ortodoxo de operacionalização da política monetária. Assim, eles propõem que as autoridades deveriam adotar uma gama mais ampla de instrumentos e objetivos, um índice de preços que excluísse a influência dos choques de oferta, a fixação de períodos mais longos e de um intervalo de tolerância maior em relação ao ponto central da meta. Em suma, um RMI mais flexível diminuiria os custos reais da política em questão, assim como a necessidade de manipulação da taxa de juros.

Por outro lado, com base nas ideias desenvolvidas na segunda e terceira seções, abordaram-se os argumentos dos autores – como Arestis e Sawyer (2006) e Davidson (2006) - que defendem que as propriedades básicas do *approach* pós-keynesiano são inconciliáveis com os pilares teóricos que sustentam o RMI. Segundo esses autores, a não neutralidade da moeda, o estímulo à atividade econô-

mica como função primordial do banco central, a inflação como resultado de um conflito distributivo e as políticas não monetárias para a manutenção da estabilidade de preços não encontram espaço no "Novo Consenso Macroeconômico" e nas proposições de política originárias deste. Destarte, ao contrário dos argumentos dos autores que defendem a hipótese da compatibilidade, o problema do RMI não está no seu formato, mais rígido ou mais flexível, mas nos fundamentos teóricos que guiam a sua lógica básica de funcionamento.

Dito isso, cabe tecer algumas considerações finais sobre o debate em questão. Em primeiro lugar, como enfatizado pelos autores que defendem a hipótese da incompatibilidade, há claramente um contraste entre o mecanismo de controle da inflação adotado pelo RMI e a lógica das políticas econômicas pós-keynesianas. O banco central, operando sob o RMI, tem como mecanismo básico para controlar a inflação o desaquecimento da demanda agregada via diminuição no ritmo de crescimento econômico e elevação na taxa de desemprego. Em outros termos, segundo Davidson (2006), a política monetária convencional procura disciplinar os aumentos nas margens de lucro e nos salários por meio de uma política baseada no medo da perda de postos de trabalho e receitas de venda nas firmas que produzem bens e serviços domésticos. Ou seja, a diminuição no ritmo de atividade econômica e o aumento da taxa de desemprego não aparecem como efeitos secundários e indesejados da política adotada pelo banco central, mas como condição *sine qua non* para seu funcionamento. Caso o aumento da taxa de juros não produza tais efeitos, a política monetária será ineficaz para controlar a inflação. As políticas econômicas pós-keynesianas, em contraposição, procuram controlar a inflação sem que isso implique na formação de um ambiente econômico desanimador para o investimento em capital fixo. Dito de outra forma, as proposições pós-keynesianas de política econômica são guiadas pela busca da conciliação entre a estabilidade de preços e a manutenção da atividade econômica próximo ao "pleno emprego" dos fatores produtivos.

Em segundo lugar, em uma economia monetária de produção, os bancos e as demais instituições financeiras têm um papel central na acumulação de capital. Desse modo, além de encorajar o fornecimento de crédito para estimular a expansão da atividade econômica, o banco central deve ter como objetivo central manter a liquidez e a estabilidade do sistema financeiro. Como ficou bastante evidente nos últimos anos, o RMI não parece ser a estrutura mais eficiente para lidar com essa questão, porquanto a constante manipulação da taxa de juros para corrigir os desvios na inflação acabou contribuindo para a formação de bolhas especulativas no mercado financeiro.

Portanto, não obstante a originalidade da proposta de um RMI mais próximo do pensamento pós-keynesiano e a notável diferença dessa proposta em relação ao formato original do RMI, as significativas divergências nos fundamentos teóricos

tornam complicada a compatibilização entre a teoria pós-keynesiana e o RMI. Em nosso entender, uma alternativa de política macroeconômica consistente com a teoria pós-keynesiana deve preservar totalmente (e não parcialmente) a função primordial da política monetária, a provisão de liquidez para a promoção do crescimento econômico e para a expansão do nível de emprego, bem como utilizar medidas que ataquem diretamente o foco do processo inflacionário e evitem o desaquecimento generalizado da demanda agregada. Com efeito, a taxa de juros deveria ser mantida constantemente deprimida, independente das constantes oscilações nos preços e no produto, e o governo deveria utilizar um amplo leque de políticas econômicas, reformas institucionais e estruturais para garantir o outro lado da estabilidade macroeconômica, a estabilidade de preços.

Referências

ARESTIS, P. *New consensus macroeconomics*: a critical appraisal. Annandale-on-Hudson: Levy Economic Institute of Bard College, 2009. (Working Paper, n. 564).

ARESTIS, P.; FERRARI FILHO, F.; PAULA, L. Inflation targeting in Brazil. *International Review of Applied Economics*, v. 25, n. 2, p. 127-148, 2011.

_____. Inflation targeting in emerging countries: the case of Brazil. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 34., 2006. Salvador. *Anais*… Salvador: ANPEC, 2006.

ARESTIS, P.; SAWYER, M. Inflation targeting and the central bank independence: we are all Keynesians now! Or are we? *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 28, n. 4, p. 639-652, 2006.

_____. New consensus macroeconomics and inflation targeting: Keynesian critique. *Economia e Sociedade*, v. 17, número especial, p. 631-655, 2008.

BALL, L.; SHERIDAN, N. *Does inflation targeting matter?* Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2003. (NBER Working Paper Series, n. 9577).

BERNANKE, B.; MISHKIN, F. *Inflation targeting*: a new framework for monetary policy? Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 1997. (NBER Working Paper Series, n. 5893).

BRITO, R.; BYSTEDT, B. Inflation targeting in emerging economies: panel evidence. *Journal of Development Economics*, n. 91, p. 198-210, 2010.

CARLIN, W.; SOSKICE, D. *Macroeconomics*: imperfections, institutions and policies. Oxford: Oxford University Press, 2006.

CARVALHO, F. C. *et al*. *Economia monetária e financeira:* teoria e política. Rio de Janeiro: Campus, 2000.

CARVALHO, F. C. Fundamentos da escola pós-keynesiana: a teoria de uma economia monetária. In: AMADEO, E. (Org.). *Ensaios sobre economia moderna*: teoria e história do pensamento econômico. São Paulo: Marco Zero, 1989.

_____. Sobre a centralidade da teoria da preferência pela liquidez na macroeconomia pós-keynesiana. *Ensaios FEE*, v. 17, n. 2, p. 44-77, 1996.

CARVALHO, F. C. Temas de política monetária keynesiana. *Ensaios FEE*, v. 15, n. 1, p. 33-61, 1994.

_____. Teoria e política monetária: uma visão pessoal sobre uma relação difícil. *Econômica*, v. 6, n. 2, p. 315-334, 2004.

_____. 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, p. 323-336, 1999.

CURADO, M. L.; DEZORDI, L. L. Regime de metas de inflação para a condução da política monetária brasileira: uma aplicação do modelo VAR. In: OREIRO, J. L.; PAULA, L. F.; SOBREIRA, R. (Org.). *Política monetária, bancos centrais e metas de inflação*. Rio de Janeiro: FGV, 2009.

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

_____. *John Maynard Keynes*. London: Palgrave Macmillan, 2009.

_____. *Post Keynesian Macroeconomic Theory*. Aldershot: Edward Elgar, 1994.

DEQUECH, D. Incerteza num sentido forte: significado e fontes. In: LIMA, G. T.; SICSÚ, J; PAULA, L. F. (Org.). *Macroeconomia moderna*: Keynes e a economia contemporânea. Rio de Janeiro: Campus, 1999.

FERRARI FILHO, F.; SCHIFINO, L. Performance macroeconômica sob o regime de metas de inflação: uma análise para alguns países emergentes selecionados. *Análise Econômica*, v. 28, n. 54, p. 117-140, 2010.

FRIEDMAN, M. The role of monetary policy. *American Economic Review*, v. 58, n. 1, p. 1-17, 1968.

GONÇALVES, C. E.; SALLES, J. Inflation targeting in emerging economies: what do data say? *Journal of Development Economies*, v. 85, n. 1-2, p. 312-318, 2008.

HARCOURT, G. C. *The structure of the Post-Keynesian economics:* the core contributions of the pioneers. Cambridge: Cambridge University Press, 2006.

KAWAMOTO, C. L.; OREIRO, J. L. Reavaliando a existência de um price puzzle no Brasil: implicações para o regime de metas de inflação. In: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 39., 2011, Foz do Iguaçu. *Anais*... Foz do Iguaçu: ANPEC, 2011.

KEYNES, J. M. *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda*. São Paulo: Atlas, 2007.

_____. A teoria geral do emprego. In: SZMRECSANYI, T. (Org.). *John Maynard Keynes: economia*. São Paulo: Ática, 1984.

_____. *A tract on monetary reform*. London: Macmillan (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. 4), 1971.

_____. *A treatise on money*. New York: AMS Press, 1976.

_____. Como pagar a guerra. In: SZMRECSANYI, T. (Org.). *John Maynard Keynes*: economia. São Paulo, Ática, 1984.

_____. *The general theory and after: preparation*. London: Macmillan (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. 13), 1973.

KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy,* v. 85, n. 3, p. 473-492, 1977.

MARX, K. *O capital:* crítica da economia política. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2008.

OREIRO, J. L. Economia pós-keynesiana: origem, programa de pesquisa, questões resolvidas e desenvolvimentos futuros. *Ensaios FEE,* v. 32, n. 2, p. 283-312, nov. 2011.

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

OREIRO, J. L.; PAULA, L. F.; SQUEFF, G. C. Flexibilização do regime de metas de inflação em países emergentes: uma abordagem pós-keynesiana. In: OREIRO, J. L.; PAULA, L. F.; SOBREIRA, R. (Org.). *Política monetária, bancos centrais e metas de inflação*. Rio de Janeiro: FGV, 2009.

PALLEY, T. A post keynesian framework for monetary policy: why interest rate procedures are not enough. In: ROCHON, L. P.; GNOS, C. (Org.). *Economic policies:* perspectives from the keynesian heterodoxy. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2006a.

_____. *The economics of inflation targeting:* negatively sloped, vertical, backward bending Phillips curve. 2006b. Disponível em: <www.thomaspalley.com>. Acesso em: 10 jan. 2012.

SETTERFIELD, M. Is inflation targeting compatible with Post Keynesian Economics? *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 28, p. 653-671, 2006.

SETTERFIELD, M.; LIMA, G. T. Inflation targeting and macroeconomic stability in a Post Keynesian economy. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 30, n. 3, p. 435-461, 2008.

SICSÚ, J. *Emprego, juros e câmbio*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

_____. Políticas não-monetárias de controle da inflação: uma proposta pós-keynesiana. *Análise Econômica*, v. 21, n. 1, p. 115-136, 2003.

SVENSSON, J. Optimal inflation targets, "conservative" central banks, and linear inflation contracts. American Economic Review, v. 87, n. 1, p. 98-114, 1997a.

SVENSSON, L. E. O. *Inflation Forecast Targeting*: implementing and monitoring inflation targets. NBER Working Paper Series, n. 5797, 1997b.

TAYLOR, J. B. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, n. 39, p. 195-214, 1993.

Recebido em: 01/03/2012.
Aceito em: 25/03/2013.