

Uma interpretação pós-keynesiana do Regime de Metas de Inflação: poderia a Autoridade Monetária ser capturada pelo sistema bancário?

Fábio Henrique Bittes Terra
Instituto de Economia – Universidade Federal de Uberlândia
fhbterra@ie.ufu.br

Resumo

O regime de metas de inflação (RMI) é o *modus operandi* da política monetária em vários países. A partir do referencial pós-keynesiano, o objetivo deste artigo é analisar se sob a vigência do RMI, a Autoridade Monetária (AM) pode ser capturada pelos bancos. Saliente-se, que “captura” traz consigo uma forte conotação. Contudo, o interesse é chamar a atenção para o fato de que AM e o sistema bancário não participam de jogos cooperativos, como querem os propositores do RMI. A hipótese é a de que a AM, sob o RMI, pode ser dominada, pois ela está constrita pela necessidade de reputação crível, e perde autonomia para enfrentar o comportamento estratégico dos bancos que, por sua vez, usam a rigidez de ação dela para enfrentarem suas expectativas incertas sobre a obtenção do lucro. Após o desenvolvimento teórico o artigo busca evidências do problema em tela na história do Brasil sob o RMI.

Palavras-chave: Regime de Metas de Inflação; Novo Consenso Macroeconômico; Teoria Keynesiana; Economia Monetária da Produção.

Abstract

The Inflation Targeting (IT) emanates from the so-called New Macroeconomic Consensus and is the *modus operandi* of monetary policy in several countries. Based on the Keynesian perspective, this paper aims to examine whether under the IT, the Monetary Authority (MA) may become captured by the banking system. The hypothesis suggested is that the MA under IT can be dominated by banks because they're the ones who decide the magnitude of aggregate demand and the control of this variable is the first instance policy's focus under the IT. As long as the MA is constrained by the claims for credible reputation as presupposes the RMI it loses autonomy to faces the strategic behavior of banks which use the MA's rigidity to meet their expectations about monetary gain. It is this process that means the capture of the MA by the banking system. After the theoretical development of the possibility of MA's capture by the banking system, the paper seeks evidences of the problem in question in recent economic history of Brazil under the IT.

Key-words: Inflation Targeting; New Macroeconomic Consensus, Keynesian Theory; The Monetary Theory of Production

JEL: E12, E4, E5

1. Introdução

A lógica operacional do Regime de Metas de Inflação ancora-se em pressupostos que encerram, por um lado, uma Autoridade Monetária que terá um constrangimento à ação discricionária, dado pela meta de inflação, e, por outro lado, um agente econômico bem comportado, com expectativas racionais que possuem esperanças *foward looking*, sendo que ambos os lados estão atuando em um jogo dinâmico e sem fim declarado. Neste cenário, os agentes e a AM são induzidos a cooperar, a fim do alcance do bem-estar social, sem oportunismos de ambas as partes, de forma que “nenhuma punição surge de crimes do período passado” (Barro e Gordon, 1983, p. 110).

O referido Regime de Metas de Inflação (doravante RMI) tornou-se, desde o início dos anos 1990, a regra de condução da política monetária em diversos países, avançados e emergentes. Dentre estes, destaque-se o Brasil, que o adotou em 1º de julho de 1999. Então, é de se esperar que a lógica operacional do Regime sirva como um modelo do comportamento dos agentes no sistema econômico. Entretanto, desde uma perspectiva teórica crítica ao Novo Consenso Macroeconômico do qual emana o RMI, pode-se questionar: e se os agentes com os quais se defronta a Autoridade Monetária tiverem comportamentos diversos em relação àquilo que o arcabouço teórico do RMI prevê?

Substanciado pela teoria pós-keynesiana, este artigo objetiva mostrar que a Autoridade Monetária (de agora em diante, AM) pode ser, sob o RMI, capturada pelas instituições financeiras e, em especial, pelos bancos criadores de moeda. Saliente-se, que o termo “captura” traz consigo uma forte conotação. Contudo, o interesse é chamar a atenção para o fato de que a AM e o sistema bancário não participam de jogos cooperativos, como querem os propositores do RMI.

Neste ínterim, a hipótese a guiar este artigo, é a de que as instituições financeiras usam o constrangimento da AM ao RMI para tentar alcançar seu lucro monetário. A AM está constrita pela necessidade de reputação crível e, assim, perde margem para enfrentar o comportamento estratégico dos bancos que, por sua vez, usam a rigidez de manobra da AM para enfrentarem suas expectativas incertas sobre a obtenção do lucro que almejam. É este processo que se quer significar enquanto a captura da AM pelo sistema bancário. O que permite que a AM possa ser dominada pelos bancos é o fato de serem eles, em última instância, que decidem qual a magnitude da demanda agregada e é o controle desta, em primeira instância, o foco da política monetária sob o RMI.

Em seu percurso, o artigo está estruturado em cinco seções, além desta introdução. Na seção 2 os modelos teórico e operacional do RMI são descritos. Na seção 3, sob a perspectiva

pós-keynesiana, é apresentada a forma pela qual os bancos definem suas estratégias de precificação de ativos e de composição de *portfolio* na busca pelo lucro, essência de sua existência enquanto empresa financeira. A seção 4 mostra como os bancos podem capturar a AM sob o RMI, enquanto que a seção 5 analisa, utilizando-se de estatística descritiva, se há evidências de captura do Banco Central do Brasil pelo sistema bancário, pós-RMI. Por fim, a última seção sumariza o artigo.

2. O Novo Consenso Macroeconômico e o regime monetário dele emanado: as metas de inflação

Ao recontar a história do pensamento econômico recente, Carvalho (2004) aponta que o monetarismo, após ser retomado por Milton Friedman, evoluiu nos anos 1970 para o chamado monetarismo de segunda geração. A principal diferença entre os monetarismos reside sobre a característica das expectativas dos agentes, que passaram a ser de natureza *foward looking* em contraposição ao caráter *backward looking* que detinham em Friedman. A componente *foward looking* da Hipótese das Expectativas Racionais assumida, então, como um dos axiomas básicos pelos Novos Clássicos (monetaristas de segunda geração) e seus modelos de Ciclo Real de Negócios passaram a ser pressupostos presentes também na corrente teórica conhecida como Novos Keynesianos.

Embora Novos Clássicos e Novos Keynesianos tenham agendas de pesquisa distintas, possuem uma estrutura lógica semelhante, que lhes permite propor os mesmos procedimentos práticos aos *policy makers*. Surge então o Novo Consenso Macroeconômico (NCM), como “um conjunto de princípios-chave – um núcleo de [hipóteses] macroeconômicas sobre as quais há amplo consenso” (Taylor, 1997, p. 233) e do qual emana o RMI. O componente *foward looking* das expectativas dos agentes otimizadores (sejam produtores maximizadores de lucros, sejam consumidores maximizadores de utilidade) faz com que as funções a serem maximizadas sejam intertemporais. Logo, a otimização passa a ser dinâmica, implicando jogos repetitivos e sem fim definido entre AM e agentes (Barro e Gordon, 1983).

Por conta das expectativas racionais os ajustes dos mercados podem ser lentos, porque dependentes da interação entre a AM e agentes. Por sinal, é tal lenta interação que torna efetivo o *trade-off* de curto prazo entre inflação e desemprego previsto pela Curva de Phillips. Isso se dá, pois os *policy makers* imbuídos do viés inflacionário, têm a tendência de instituir políticas econômicas expansionistas, emitindo moeda e ampliando o emprego além de seu nível natural, o que pressiona tanto a demanda agregada quanto o nível nominal de salários. O aumento dos salários eleva os custos marginais dos produtores que, para evitarem perdas

intertemporais em seus *markups*, elevam seus preços. Portanto, a expansão monetária causa a ampliação da demanda agregada, do emprego e da produção correntes, porém com aumentos nos preços.

O exercício do viés inflacionário provoca, por sua vez, uma inconsistência dinâmica na alocação de recursos dos agentes. Suas expectativas *foward looking*, contudo, fazem com que eles retaliem a AM, porquanto percebam o oportunismo dela. De acordo com Bernanke e Mishkin (1997, p. 14) este jogo não cooperativo,

leva a AM a tentar enganar o público com surpresa inflacionária, induzindo produtores [...] a crescer o produto e o emprego acima do nível natural. Se o público possui expectativas racionais, entretanto, ele antecipará as ações do Banco Central e os produtores não serão enganados.

As expectativas *foward looking* em um cenário de interação repetitiva torna os parâmetros das funções objetivo dos agentes bastante sensíveis às políticas econômicas. Na ausência de credibilidade, em função de inconsistência dinâmica passada, os agentes mantêm suas expectativas de inflação no futuro, mesmo diante do anúncio de políticas contracionistas para desinflação (e de esforços para tanto) da AM. Em oposição, com transparência, consistência entre anúncio e resultado, boa reputação e, logo, credibilidade, a AM conseguirá fazer com que sua interação com os agentes implique-lhes crenças de que uma política de estabilidade será perene. Por esperarem menor inflação futura, os agentes remarcam seus preços, diminuindo-os gradualmente até que os desvios das expectativas se extingam e o sistema econômico siga sua trajetória de equilíbrio de longo prazo.

Caso contrário, ou seja, se a AM no curto prazo persistir em utilizar-se do viés inflacionário, os resultados alcançados no longo prazo serão, segundo Bernanke e Mishkin (1997, p. 14) “uma inflação mais elevada do que o ótimo, sem benefícios em termos de menor desemprego”. Ou seja, a economia se encontrará em um ponto subótimo, consoante Kydland e Prescott (1977), com maior patamar de preços no longo termo, sem qualquer desvio do emprego e do produto em relação a seus níveis de equilíbrio. A propósito, para que ocorram modificações no produto real de longo prazo, são necessários progressos técnicos endógenos nas funções de produção. Apenas isto fará, e não políticas econômicas expansionistas, com que as novas combinações de fatores provoquem ganhos de produtividade e elevem o produto.

Deste arcabouço lógico surge a necessidade de que o viés inflacionário dos *policy makers* seja contido, a bem de a economia trilhar seu percurso sem distorções nas alocações de recursos. Em âmbito geral, a causa da inflação é a demanda agregada ampliada pelo

aumento do emprego além de seus níveis suportados. Esse processo resulta das políticas de *easy money* da AM e, assim sendo, deve existir uma regra que constranja quaisquer possíveis ações discricionárias dos *policy makers*, tornando a conduta da política monetária consistente, crível e indutora da cooperação dos agentes, por “manter o crescimento da demanda agregada estável objetivando prevenir flutuações no produto real e na inflação” (Taylor, 1997, p. 234).

Neste cenário, a meta de inflação tornou-se a regra, ou seja, o constrangimento a ser, em parte, demonstração de todos os esforços que a AM faz para conter flutuações na demanda agregada e, em parte, a âncora nominal das expectativas futuras dos agentes. Como mostram Arestis *et alii* (2009), na busca da construção da credibilidade, além da meta, outros atributos são propostos para AM. Dentre os quais, se destacam: relatórios de inflação; transparência e clareza nas informações publicadas; reações rápidas, abrangência e realismo nos modelos de previsão de inflação; independência da AM ou, quando esta não for possível, que ela detenha, no mínimo, autonomia operacional.

Para além destes aspectos operacionais, que cumprem um papel auxiliar, a AM deve realizar uma política monetária ativa, isto é, ela “deve gerenciar a demanda agregada” Goodfriend e King (1997, p. 26). Seguindo a chamada Regra de Taylor (Taylor, 1993, p. 202), no RMI o instrumento de política monetária, por excelência, é a taxa de juros nominal da AM. Isso se dá em função (i) da simplicidade de compreensão do instrumento pelos agentes, (ii) da flexibilidade que ele oferece à política monetária para o controle da demanda agregada e (iii) dos mecanismos de transmissão dos juros.

Os juros afetam a atividade econômica por meio das expectativas das funções objetivo a serem maximizadas *vis-à-vis* os preços relativos da cesta de bens e serviços que os agentes podem acessar. Ao definir a taxa de juros, a AM implica uma mudança nos custos relativos presentes e futuros. Aumentos nos juros sugerem maior benefício da poupança no presente e, portanto, menor demanda agregada, provocando uma substituição intertemporal nas alocações dos agentes. Reduções nos juros provocam reações no sentido contrário. Assim, manifesta-se o ativismo requerido da AM.

Pois bem, desde a reforma monetária neozelandesa de 1989, o RMI foi implementado em diversos países^{1 2}. Assim, o *mainstream* teórico sintetizado pelo NCM passou a ocupar de

¹ Modenesi (2005), Sicsú (2002), , além de Arestis *et alii* (2009), permitem listar os países que adotaram o RMI.

² Por sinal, um dos argumentos favoráveis ao RMI era que seu uso, ainda que implicitamente, já era fato em alguns países, como apontam Bernanke e Mishkin (1997) para o *Bundesbank* alemão e, conforme Taylor (2000, p. 91), “caso se olhe atentamente para a pesquisa sobre política macroeconômica nos anos 1990, encontra-se um modelo quase universal sendo usado para explicar as flutuações do crescimento. Os modelos agora utilizados para a apreciação das políticas [...] também se encontram nesta categoria”.

forma hegemônica a orientação dada às políticas econômicas e a política monetária tornou-se a mais relevante, cabendo às políticas fiscal e cambial um lugar subordinado à sustentação do regime monetário. A taxa de juros da AM consolidou-se como principal instrumento de política econômica, responsável, sobretudo, por deixar a demanda agregada dentro dos limites suportados pelas condições de oferta da economia.

O alastramento do RMI como *modus operandi* das políticas monetárias³ (e, por conseguinte, do conjunto das políticas econômicas) envolve a aceitação do arcabouço lógico do NCM ou, no mínimo, o seu não questionamento. Portanto, supõe-se um mundo previsível, antecipável, movido por pretensões individuais que são reativamente cooperativas e em que a melhor atuação dos *policy makers* é criar formas de eles constrangerem publicamente a si próprios. O exercício do RMI implica a realidade ser tal qual prevê a teoria ou, no limite, tender a isso. Mas o que acontece se esta realidade invocada não for, e nem tender a ser, aquela em que se espera que o RMI seja exercido?

3. Bancos em economias monetárias da produção

Segundo Keynes, “o empresário não está interessado no montante de produto, mas no montante de moeda que lhe será partilhado. Ele expandirá sua produção, pois espera, ao fazê-lo, aumentar seu lucro monetário” (1979, p. 82). Isso define a natureza do sistema econômico enquanto uma economia monetária da produção, em que transformações de moeda em recursos produtivos, isto é, investimentos, são realizados a fim de se conseguir mais moeda em um futuro próximo. Porém, o caminho de longo prazo entre o presente, tempo em que ocorre o investimento, e o futuro, momento no qual se espera que a produção se realize, é desconhecido e não há cálculos que o antecipem.

Para que animem investir, mobilizando recursos que ampliarão o emprego, a renda e a riqueza, os empresários formam expectativas sobre o futuro baseadas, “em parte, [em] fatos existentes que se pode supor sejam conhecidos mais ou menos com certeza e, em parte, [em] em eventos futuros que podem ser previstos com um maior ou menor grau de confiança” (Keynes, 1964, p. 147). A título de ilustração dos elementos conhecidos, cite-se a taxa de juros corrente, o nível de capacidade produtiva, a escala de produção de um ativo de capital em específico, o patamar do salário mínimo e o nível de renda média, entre outros. Consoante Keynes (1973), quanto mais elementos conhecidos estiverem disponíveis e mais estáveis eles

³ O RMI foi implementado no Brasil em julho de 1999, após o regime monetário de âncora cambial ter sido eliminado em janeiro do referido ano. Para detalhes operacionais do RMI no Brasil, veja: Modenesi (2005), Arestis *et alii* (2009) e BCB (2012a).

forem, maior o peso do argumento do investidor e, então, maior a confiança dele nas proposições que faz sobre um futuro incerto. Em outros termos, quanto maior e mais estável for o conjunto de elementos conhecidos em que uma decisão sobre o futuro se basear, maior o estado de confiança do empresário em suas expectativas sobre o futuro⁴.

Keynes (1964) aponta que o processo de investimento ocorre em duas etapas: primeiramente, os empresários realizam a precificação dos diversos ativos disponíveis e, em um segundo momento, o investimento, em si, é materializado em uma determinada composição de *portfolio* de ativos. A precificação de ativos é o modo pelo qual os investidores calculam a renda líquida esperada, ou seja, a expectativa de retorno, de um determinado ativo. Apreendendo os elementos conhecidos disponíveis e formulando expectativas sobre o futuro, os indivíduos esperam do ativo uma quase renda, a que se acresce o prêmio dado pelo grau de liquidez dele, e em que se descontam os custos de seu carregamento ao longo do tempo.

Dentre os diversos ativos passíveis de escolha, a moeda também se configura em uma alternativa, não pelo retorno pecuniário que oferece (que é nulo e, portanto, não respeita a lógica de investir a fim do lucro), mas pelo seu prêmio de liquidez máxima coadunado com seu custo de carregamento negligenciável. Contudo, se em primeira instância a precificação feita pelos indivíduos aferir que a moeda é a melhor opção, o que se tem é a precaução e não o investimento. Por isso, o investimento é a última instância da decisão. Preferindo-se a liquidez da moeda ao gasto com investimento, não se gerará nova capacidade produtiva, nem serão criados novos empregos, renda e riqueza.

Uma vez que não haja preferência pela liquidez, o investimento se dedicará a ativos de duas naturezas, de capital real e financeiros. A composição de *portfolio* em ativos de capital real, bem como as transações dos bens e serviços resultantes da produção conformam a esfera de circulação industrial (Keynes, 1971b). Por sua vez, os ativos financeiros podem ser definidos como “transações de moeda à vista em troca de moeda depois. Neste sentido, são como um título ou a aquisição de uma anuidade” (Minsky, 1986, p. 214). Os ativos financeiros são o investimento que não redundam *imediatamente* em produção. É de se esperar que a maior parte dos ativos nesta circulação sejam instrumentos intermediários para o

⁴ Não é por menos que Ferrari Filho e Terra (2011) destacam que um dos papéis das políticas econômicas ativas propostas por Keynes é justamente o de servirem de elementos conhecidos que deem peso ao argumento proposto pelos indivíduos, sobre o futuro.

financiamento da produção⁵, seja do capital de giro de uma empresa, seja da aquisição dos bens de capital que construirão a capacidade produtiva dela, sejam dos empréstimos que atendem à demanda por moeda para as transações de bens e serviços do público em geral⁶. A oferta e a demanda por ativos financeiros encontram-se na esfera da economia a que Keynes (1971b) chamou de circulação financeira.

Pois bem, há uma importante peculiaridade da circulação financeira, que diz respeito aos financiamentos que dela surgem poderem ser criados à descoberto, sem a necessidade de poupança prévia ou em nível superior às reservas existentes. Logo, a oferta de moeda na economia não é função apenas da emissão feita pela AM, mas também depende do modo pelo qual a composição de *portfolio* das instituições financeiras, em especial as instituições bancárias criadoras de moeda-crédito (de agora em diante, bancos ou sistema bancário), atenderem à demanda por moeda. Neste particular, a oferta de moeda é endógena e sua magnitude dependerá da precificação⁷ que os bancos fizerem das obrigações colocadas à venda nos mercados financeiros, baseados, como toda decisão de investimento, em elementos conhecidos com mais ou menos certeza, bem como na confiança que possuem sobre as expectativas de retorno futuro dos ativos.

Embora possa variar em magnitude ao longo dos ciclos econômicos, a criação de moeda é uma ação estrutural⁸ dos bancos, pois a oferta de meios de pagamento a descoberto é um dos principais caminhos pelos quais eles buscam lucros. Tal qual qualquer empresa, as instituições financeiras realizam transações ansiando lucro e percorrem o mesmo caminho incerto entre a aposta presente e o resultado futuro. Nas palavras de Carvalho (1993, p. 119), “os bancos comerciais [...] são instituições que têm o lucro como objetivo e operam sob restrições semelhantes às de qualquer outro agente, em particular, sob incertezas do futuro iguais ou maiores que as que atingem o resto dos agentes”.

Contudo, dentre os elementos conhecidos pelos bancos e relevados em suas tomadas de decisão, estão as restrições que lhes são colocadas pela AM. Em paralelo, há um problema

⁵ Vale salientar, todavia, que não são todos os ativos financeiros que encontram o lado real da economia. Nesse particular, podem ser citados, como exemplos, os títulos públicos utilizados para fins de política monetária, diversas modalidades de derivativos e os *credit default swaps*.

⁶ Inclusive, demandas por recursos para especulação também podem ser atendidas pela própria circulação financeira, desde que a expectativa do *spread* entre as taxas de juros de captação e de empréstimo seja compensador.

⁷ Em seu *Treatise on Money*, Keynes (1971) define duas categorias de investidores atuando na esfera da circulação financeira, “touros” e “ursos”, a depender das expectativas que eles carregam sobre o comportamento futuro dos ativos financeiros. Para mais, veja: Keynes (1971).

⁸ A percepção, adotada neste artigo, de que a oferta endógena de moeda decorre de a criação de meios de pagamento emanar da *estrutura*, isto é, da razão de ser do sistema financeiro não é unânime dentre os pós-keynesianos. Para mais, veja: Costa (1993; 1994), Carvalho (1993), Meirelles (1995) e Paula (2003).

de eficiência da política monetária efetivada pela AM. Suas operações não são, em sua maior parte, de controle direto do mercado monetário, mas buscam influenciar o comportamento dos indivíduos, primeiro, na circulação financeira e, posteriormente, na esfera da circulação industrial da economia. Ao operacionalizar sua política monetária via *open-market*, trocando títulos públicos por moeda no mercado de reservas bancárias, a AM modifica as condições da liquidez na circulação financeira, alterando, em sequência, (i) as condições imediatas de oferta de moeda, (ii) as expectativas dos ofertantes e demandantes de moeda e as taxas de juros de atacado e, em decorrência disto, (iii) todo o complexo de juros do sistema financeiro, o que implicará (iv) diferentes decisões na circulação industrial. Logo, a política monetária atua indiretamente sobre o sistema econômico e “a concretização dos objetivos de política buscados pelas autoridades monetárias depende da reação dos bancos e suas políticas, podendo ser confirmada, atenuada ou contraposta” (Paula, 2003, p. 333). Para que as intenções dos *policy makers* sejam confirmadas, surtindo os efeitos desejados, os bancos precisam ratificá-las e não há nada que implique isso de imediato.

A rigor, a AM pode impor restrições punitivas sobre os bancos que não confirmarem suas políticas, como imputá-los exigibilidades elevadas sobre depósitos captados, hesitar em sancionar demandas adicionais por reservas bancárias ou estabelecer taxas elevadas para a utilização da janela de redesconto, entre outras medidas. Porém, para estabelecer punições, a AM precisa lidar com dois outros problemas. Por um lado, como ressalta Minsky (1986), os bancos são peças-chave nas economias monetárias dado que o *finance* que concedem é fundamental para que as decisões de investimento dos empresários sejam viabilizadas e ampliem o volume de emprego e o nível de renda da sociedade. Por outro lado, para desviarem-se dos limites colocados pela AM, os bancos inovam.

Novas formas de captação (administração de passivo), bem como diferentes ativos são criados “para contornar as limitações estabelecidas pela regulação do banco central, de modo a expandir suas atividades e elevar sua lucratividade” (Paula, 2003, p. 332). Nestas condições, “deve-se considerar que, com a inclusão da moeda de crédito, incorpora-se ao debate não somente o poder do sistema bancário de alterar o estoque de ativos monetários, como também sua capacidade de provocar alterações nas taxas de juros” (Meirelles, 1995, p. 29). Por conta disso, a AM enfrenta atributos de resiliência dos bancos em relação às suas políticas. Não é por menos que Keynes afirmava “da minha parte sou, presentemente, algo cético quanto ao êxito de uma política meramente monetária orientada no sentido de exercer influência sobre a taxa de juros” (1964, p. 164).

O pessimismo de Keynes, contudo, não significou qualquer proposição de inação da política monetária. Mesmo que impacte a atividade econômica de forma indireta e dependente das modificações de opiniões e condutas dos agentes, a política monetária para Keynes deveria ser ativa, buscando influenciar as taxas de juros de acordo com os objetivos da AM, por meio de operações de *open-market*, pois viabilizam um controle mais dinâmico do mercado monetário (Keynes, 1971b). Contudo, ressalte-se que Keynes (1971a) apontava, desde os anos 1920, que os referidos objetivos não deviam se concentrar apenas na estabilidade monetária, mas, também precisavam criar o melhor cenário possível para o investimento produtivo privado. Ademais, como apontam Ferrari Filho e Terra (2012) as políticas econômicas keynesianas deveriam ser articuladas de uma forma tal, que uma contribuísse com a operacionalização das demais e vice-versa. Assim, não se colocaria sobre a política monetária, por exemplo, todo o esforço para o controle da inflação; ou, de outra forma, a política fiscal não se subsumiria à política monetária.

Em síntese, nas economias monetárias da produção os bancos são peças-chave para uma dinâmica de crescimento do produto, pois criam meios de pagamento de forma endógena e atendem à demanda por moeda, seja para transações do público ou dos negócios (investimento produtivo). São eles que antecipam os recursos que no futuro podem ser confirmados pelas vendas das ofertas constituídas pelos investimentos. Entretanto, bancos são empresas em busca do lucro, e, para tanto, tramam estratégias para composição de ativos em meio à incerteza radical, de modo que toda informação disponível funciona como peso aos seus argumentos sobre o que o futuro lhes reserva. Neste cenário, a imposição de uma AM “cooperativa” e constrangida pelo RMI, porém confrontada com investidores que precisam agir com oportunismo para se encontrarem em situações vantajosas e terem melhores expectativas de auferirem lucro, pode encerrar resultados diversos daqueles esperados pelo NCM. Afinal de contas “não há evidência clara a demonstrar que a política de investimento socialmente mais vantajosa coincida com a mais lucrativa” (Keynes, 1964, p. 157).

4. Poderia a AM ser capturada pelos bancos?

O compromisso único da política econômica no RMI é o combate à inflação, cuja causa encontra-se no viés inflacionário da AM. A indolência com o controle da moeda, manifestada pela adoção de políticas monetárias expansionistas, força a demanda agregada para além da taxa natural de desemprego e do produto potencial, resultando em inflação de demanda. Para que se faça a contenção da procura agregada, a AM operacionaliza, como instrumento único de operação, sua taxa de juros básica a bem de desviar o dispêndio presente

para o futuro e acomodar a demanda dentro dos limites colocados pela oferta agregada. Uma ampla gama de elementos de publicidade subsidia a instrumentalização dos juros e visam dar transparência às ações da AM, imputando-a, ao passar do tempo, credibilidade, fator *sine qua non* para o sucesso da política monetária.

Sob uma perspectiva pós-keynesiana, os banqueiros são empresários em busca de lucro e que atuam, tanto quanto outros investidores, em um ambiente de incerteza. Para decidirem em que investir, eles formulam proposições sobre o futuro que se ancoram, por um lado, em dados mais ou menos conhecidos e, por outro lado, nas crenças em suas expectativas de longo prazo. Quanto maior o conjunto de dados imediatamente disponíveis, com maior convicção poderá o banqueiro enfrentar o desconhecido percurso que o separa do seu desejado lucro.

Pois bem, sob o RMI, como dados imediatos para estabelecer pesos em seus argumentos sobre o futuro, os bancos sabem: (i) qual é a meta de inflação, (ii) qual é o tempo proposto para seu alcance (iii) que o objetivo único da política econômica é a estabilidade de preços (iv) que a instabilidade de preços é interpretada como decorrente apenas de choques de demanda (v) que as taxas de juros são o meio único pelo qual se realiza a política monetária (vi) qual é o acesso às informações que a AM publica para conferi-la transparência e, sobretudo, (vii) pela própria natureza dos seus negócios, que eles são capazes de criar moeda para atender a procura por liquidez que, em sua maior parte, se transforma em demanda agregada.

Ora, se o objetivo único da AM é controlar a demanda agregada, quem define o preço pelo qual este controle será exercido não é a AM, mas, o sistema bancário, pois ele tem enorme poder de definir qual a magnitude da demanda agregada. Nesse particular, embora possa soar contraditório, sob o RMI quanto mais os bancos reduzirem suas preferências pela liquidez, mais intensa terá que ser a reação da AM, o que significa que maiores terão que ser os juros que ela deverá estabelecer para controlar a concessão de crédito. O resultado lógico, portanto, é que sob o RMI, a AM se torna capturada pelos bancos, que se utilizam desta oportunidade para reduzir suas incertezas sobre quais decisões tomar a bem da obtenção de maiores lucros.

Os bancos não agem baseados em funções de maximização de lucro com ponto de máximo conhecido e alcançável, como é pressuposto pelo RMI, e nem a razão de ser deles é, em si, a oferta de serviços financeiros. Estes são apenas o meio pelo qual as instituições bancárias buscam o lucro, que é incerto e, portanto, com ponto máximo variável e indefinido

a priori. A partir das informações conhecidas e das expectativas que elas substanciam, os bancos definem, via ponderações de rentabilidade *versus* liquidez, as suas operações ativas.

Como se não bastasse, há ainda outros elementos do RMI que intensificam a captura da AM pelo sistema bancário, quais sejam:

(i) a ampliação das fontes – e dos tipos – de captação de depósitos, por meio de uma rotina de inovações financeiras, cujo objetivo é ampliar suas operações passivas e ativas, dando-lhes maior capacidade de ação;

(ii) na medida em que o instrumento da política monetária é único, o grau de autonomia da AM é reduzido. Embora Keynes (1971b) apontasse que o controle da taxa de juros via *open-market* é o instrumento ideal de política monetária, suas declaradas preocupações (Keynes, 1964, p. 164) com as limitações de uma política meramente monetária para influenciar a taxa de juros e, por conseguinte, os comportamentos dos investidores financeiros, deixam claro que apenas o referido instrumento não basta. Como mostram Ferrari Filho e Terra (2012), são necessárias medidas paralelas, tais como políticas de controle do risco endógeno inerente ao sistema financeiro, o que limita, pelo lado da demanda por moeda, as possibilidades de concessão de crédito; uma política fiscal ativa – e não subordinada à monetária – que signifique ao empresário melhor confiança na demanda futura de sua produção, resultando em eficiências marginais do capital que animem o investimento produtivo; e políticas de controle de capitais que restrinjam a obtenção de passivos externos pelos bancos, entre outras políticas;

(iii) não obstante, por considerar a inflação um fenômeno decorrente apenas de excesso de demanda e em relação a isso a política monetária reagir, a taxa de juros da AM se torna por demais sensível às variações dos preços. Embora o RMI tenha alguma flexibilidade para a absorção de choques aleatórios⁹, o foco contínuo é no controle da demanda agregada. Conforme aponta Sicsú (2003), existem diversas razões para variações nos preços e, sob o RMI, tais fatores confundem-se em apenas um. Assim, a volatilidade da inflação torna-se maior sem que o sistema bancário precise ampliar em demasia sua concessão de crédito. Nestas condições, não é de se estranhar uma reduzida eficiência da política monetária.

(iv) por fim, um último fator que intensifica a captura da AM pelo sistema bancário diz respeito à estrutura do mercado bancário. Quando mais oligopolizado o mercado for, maior será o poder de os bancos capturarem a AM. Inclusive, processos de fusões e

⁹ A flexibilidade se encontra nas possibilidades tanto de se estipular uma meta de inflação em banda e não apenas no ponto, bem como de se ampliar o prazo de convergência à meta. Para mais, veja: Arestis *et alii* (2009).

aquisições seriam benéficos aos bancos, pois reduziriam a divergência de opiniões e de estratégias concorrenciais, fatores que limitam o poder de dominação deles sobre a AM.

Sob o RMI, portanto, a AM pode ser capturada pelas instituições criadoras de moeda, ou seja, os bancos. O esforço contínuo da política monetária centra-se no controle da demanda agregada que, contudo, os bancos têm o poder de expandir, ao ratificarem (ou, até mesmo, induzirem) a demanda por moeda-crédito. Assim sendo, os bancos possuem uma extensa influência sobre a magnitude da demanda agregada detendo, por consequência lógica (e prática), enorme capacidade de escolher a que preço – leia-se, a que taxa de juros – desviará moeda do público para as reservas bancárias.

Uma síntese dos argumentos pode ser assim descrita. A capacidade de criação de moeda endógena *vis-à-vis* o RMI pode tornar a AM refém do sistema bancário. Outros fatores podem intensificar esta captura, quais sejam, (i) as inovações na administração de balanços (ii) a utilização pela AM de um único instrumento de política monetária, (iii) a negligência de instrumentos que atuem sobre os demais fatores que causam variações nos preços além da demanda agregada e (iv) a estrutura do mercado bancário.

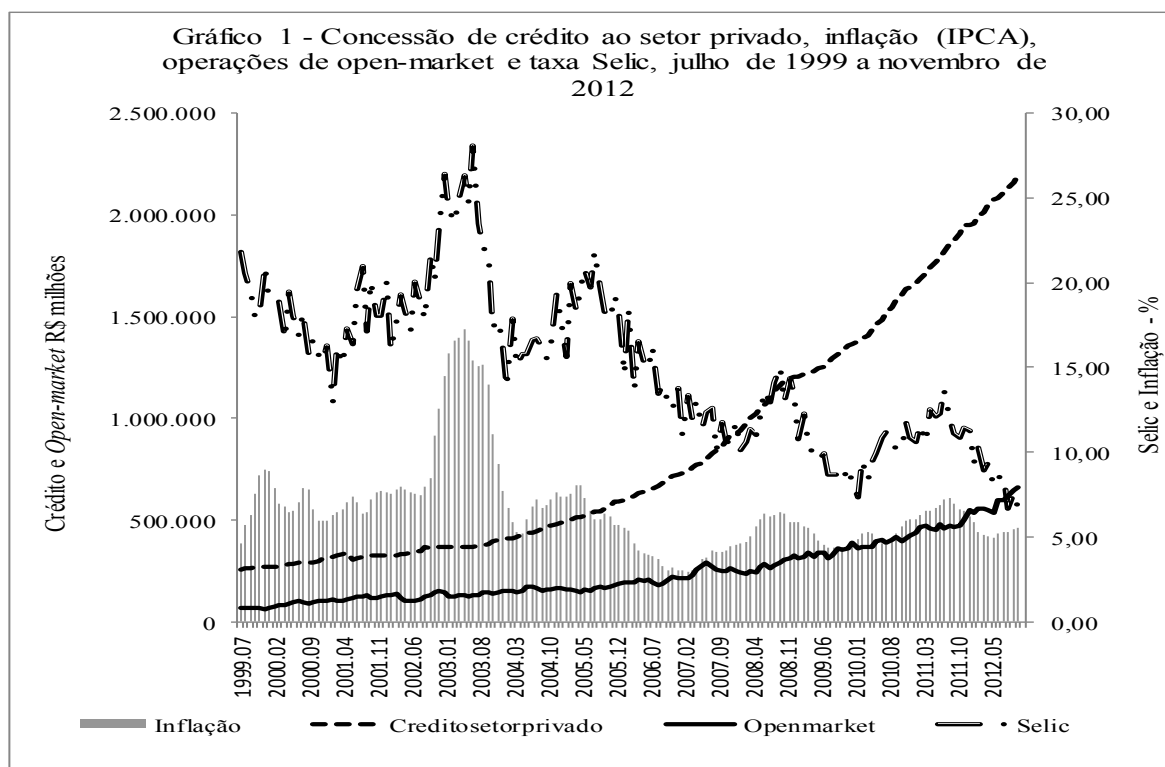
5. Há evidências de captura da Autoridade Monetária no Brasil pós-RMI?

O método para se analisar se existem evidências de captura do Banco Central do Brasil (BCB) por parte do sistema bancário será o exame das estatísticas de correlação entre a concessão de crédito ao setor privado, o índice-meta de inflação, qual seja, o IPCA acumulado em 12 meses, a meta operacional de taxa de juros básica da economia brasileira (Selic) e os valores das operações de *open-market* da AM. Embora testes de correlação apontem associação linear entre as trajetórias das variáveis e não causalidades, estas podem ser estabelecidas teoricamente, para darem sentido aos dados.

Sabendo-se que o objetivo da AM é alcançar a meta de inflação, a relação entre as variáveis assume a seguinte lógica causal: para atingir a meta de inflação, a AM precisa moderar o volume de meios de pagamento em circulação e, para tanto, a concessão de crédito bancário ao setor privado é uma variável chave cujo controle dar-se-á pelo estabelecimento da taxa de juros básica. A manutenção dos juros ao redor do patamar estabelecido é feita, no mercado monetário, por meio da compra e venda de títulos públicos (isto é, dívida mobiliária) utilizados para fins da política monetária, ou seja, os juros básicos se concretizam pelo controle da oferta e da demanda por moeda feito por meio de operações de *open-market*.

O Gráfico 1, abaixo, descreve a trajetória das variáveis sob análise para o Brasil, entre julho de 1999 e novembro de 2012. Pela análise do Gráfico, pode-se perceber que as

tendências do crédito bancário ao setor privado e das operações de mercado aberto são de crescimento enquanto que a taxa Selic se mostra decrescente ao longo do período. A inflação, por sua vez, apresenta-se bastante oscilante no início do período, em função dos impactos das desvalorizações cambiais ocorridas entre 1999 e 2003. Entre 2004 e fins de 2007, a inflação é declinante e, após 2008, sua trajetória demonstra ligeira ascendência.



Fonte: elaboração própria baseada em BCB (vários anos).

Por sua vez, a Tabela 1, abaixo, sintetiza os exames de correlação para as variáveis em análise, para o período de julho de 1999 a novembro de 2012. Como se pode perceber, as variáveis crédito, *open-market* e Selic, guardam estreita relação linear sendo que as operações de mercado aberto e o crédito privado caminham em mesma direção em mais de 98% da série, crédito e Selic trilham direções contrárias em 78% de suas trajetórias enquanto que Selic e *open-market* em 77%. Tais resultados expressam que maiores volumes de *open-market* se relacionam à maior concessão de crédito enquanto que menores patamares da Taxa Selic estão relacionados com maiores volume de *open-market* e de crédito concedido.

No que toca à correlação da inflação com as outras variáveis, seu valores mais significativos residem na associação linear com a Taxa Selic, em que níveis mais altos dos juros básicos relacionam-se com índices mais elevados de inflação, algo esperado. Interessante notar, ademais, que não há uma correlação tão intensa entre inflação e crédito, resultado que pode ter decorrido da elevada volatilidade da inflação ao longo do período e da

existência de outros elementos causadores da inflação que com ela se associam mais intensamente, como o câmbio, ou preços administrados e indexados, por exemplo. Por sua vez, a correlação entre inflação e *open-market* é também pouco significativa – o que também sugere que outros fatores podem se associar à trajetória da inflação, como o *pass-through* positivo de valorizações cambiais ou choques positivos de preços de *commodities*.

Tabela 1 – Matriz de correlação: Crédito ao setor privado, *open-market* e Selic

| | Crédito | Selic | <i>Open-market</i> | Inflação |
|--------------------|---------|---------|--------------------|----------|
| Crédito | 1 | -0,7866 | 0,9888 | -0,3691 |
| Selic | -0,7866 | 1 | -0,7724 | 0,7265 |
| <i>Open-market</i> | 0,9888 | -0,7724 | 1 | -0,3496 |
| Inflação | -0,3691 | 0,7265 | -0,3496 | 1 |

Fonte: elaboração própria baseada em BCB (vários anos).

Nota: (i) série temporal mensal de 07/1999 a 11/2012; (ii) valores em base 1; e (iii) cálculo realizado via *software* Eviews.

Porém, para os fins propostos para este trabalho, interessam (i) a elevada associação linear entre Selic e inflação, pois demonstra o modo pelo qual a AM busca controlar uma inflação multideterminada, via taxa de juros básica, algo próprio às proposições de política monetária sob o RMI e (ii) as elevadas correlações entre Selic, crédito e *open-market*, que ilustram o modo pelo qual este controle via Selic se efetiva.

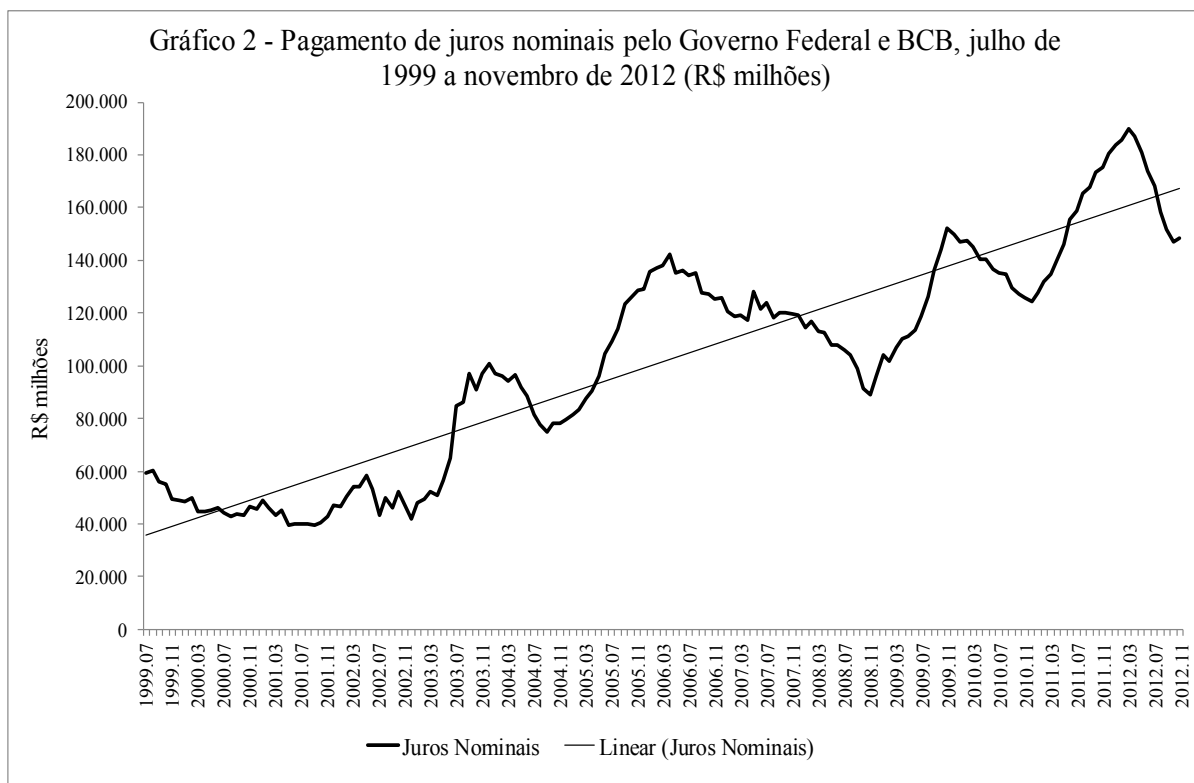
Defronte o Gráfico 1, que reporta uma taxa de juros básica em constante queda, e a Tabela 1, que mostra a elevada correlação entre Selic e crédito bancário, à primeira vista parece contrafactual, portanto, que o BCB tenha sido refém do sistema bancário. Houve redução da taxa de juros básica ao longo do Brasil sob RMI, permitindo a expansão do crédito bancário e o potencial choque de demanda que disso poderia advir.

Porém, a contrapartida da constante redução da Selic foi a elevação das operações de *open-market*. Ou seja, a redução das taxas de juros só foi possível com o aumento da colocação de títulos públicos em operações compromissadas e definitivas da AM no mercado monetário. Assim, a captura do BCB evidencia-se pela elevação das colocações de papéis nas operações de mercado aberto em concomitância à redução dos juros (muito embora os juros em queda no País se mantiveram bastante elevados em relação aos juros médios internacionais). A análise das correlações permite inferir que a contínua redução dos juros básicos no Brasil deteve como contrapartida uma constante expansão das transações com títulos públicos entre a AM e o sistema bancário criador de moeda.

Portanto, a redução das taxas de juros só é possível porque maiores fluxos de operações de mercado aberto são realizados, a fim do controle da base monetária. À primeira

vista, a redução da taxa de juros parece implicar uma não captura do BCB pelo sistema bancário. Contudo, este é um efeito aparente, pois a crescente detenção de dívida mobiliária pelos bancos permite inferir que embora a receita (juros) de cada título público se reduza, o estoque sobre o qual a taxa em redução incide está em constante ampliação, de forma que os ganhos dos bancos são cada vez maiores.

Explica-se, assim, porque mesmo diante da redução da taxa de juros básica, o pagamento de juros nominais do governo federal, incluído o BCB, foi crescente ao longo de todo o período do Brasil sob RMI, conforme se pode ver no Gráfico 2 (que, por conta da sazonalidade, apresenta a linha de tendência da série temporal). O Gráfico mostra que em paralelo aos menores patamares de juros básicos desde a introdução do RMI, em julho de 1999, o pagamento de juros pelo governo federal e BCB – responsáveis pela política monetária no Brasil – alcançou seus maiores valores, algo explicado pelo elevado crescimento das operações de mercado aberto (Gráfico 1) e pela elevada correlação entre Selic e *open-market* (Tabela 1), cuja substância é a forma pela qual se operacionaliza a política monetária sob o RMI.



Fonte: Elaboração própria baseada em IPEADATA (2013).

O crescente pagamento de juros nominais apresentado no Gráfico 2, explicita o custo da efetivação da política monetária ou, em outros termos, ele é o preço pelo qual o BCB comprou a composição de *portfolio* dos bancos, desviando crédito do ao setor privado para

dívida mobiliária federal. Se a evidência de captura do BCB pelo sistema bancário não se expressa com a redução de taxa de juros, ela se explicita pela ampliação das operações de *open-market* e seus consequentes, e crescentes, pagamentos de juros nominais. Reitere-se, então, que os possíveis ganhos para as finanças públicas brasileiras de uma taxa de juros em redução pós-RMI foram compensados desfavoravelmente por um estoque ampliado de fluxos de dívida mobiliária colocados em operações de mercado aberto da política monetária, implicando gastos públicos financeiros com juros que se mantiveram resistentes à queda.

A causa desta situação remonta àquilo a que serviu a utilização dos títulos públicos: o exercício da política monetária. Portanto, tão importante quanto o estoque de endividamento mobiliário acumulado – e por sinal, sintoma dele – foi a circulação da dívida mobiliária, representada pela crescente operacionalização de *open-market*. Fluxos cada vez maiores de colocação e resgate de títulos públicos significaram os esforços levado a efeito pela AM para dar vazão ao controle de liquidez. Sem qualquer instrumento para auxiliar os juros na condução da política monetária, algo próprio do RMI, o fluxo de operações com títulos públicos nos mercados primário e secundário elevou-se e, mesmo com queda na taxa de juros ao longo do período, o pagamento de juros ampliou-se.

Nesse particular, atentando-se às Atas do Comitê de Política Monetária (COPOM) (BCB, *vários anos*) pode-se apontar como principais fatores de pressão¹⁰ sobre a inflação: (i) o preço à vista e futuro do petróleo e demais *commodities*, (ii) os preços administrados, (iii) a indexação de preços e contratos, (iv) o ambiente externo, (v) os impactos secundários decorrentes do desalinhamentos de preços, (vi) as expectativas do mercado sobre os níveis futuros de inflação e (vii) as pressões de demanda. Em alguma medida e em algum momento, todos estes fatores influenciaram, concomitantemente ou não, por choques ou prospecções de possíveis choques, as ponderações do COPOM para o estabelecimento da taxa de juros. Embora, esses diversos fatores influenciem a inflação, o BCB utilizou-se quase que exclusivamente da taxa de juros como instrumento de política monetária. A título de ilustração, ao longo de uma amostra de 104 Atas das reuniões realizadas pelo COPOM desde janeiro de 2000 até dezembro de 2009, em apenas cinco é citada a administração de reservas compulsórias, por exemplo, como instrumento alternativo de controle de liquidez.

Desta maneira, em essência, a política monetária teve como base a precificação das iniciativas dos bancos, no sentido de oferecer ao sistema financeiro, principalmente ao sistema bancário, uma alternativa de investimento em relação ao fornecimento de crédito ao

¹⁰ Fatores não apresentados de forma hierárquica.

setor privado, seja para consumo, seja para investimento. Inverteu-se, assim, a lógica de controle: não foi a política monetária que efetivou limites aos atores privados, mas estes que definiram a qual custo a política monetária tornar-se-ia efetiva. Eram os atores do sistema bancário que estiveram, a partir das palavras de Arida, “do outro lado do balcão [...] pensando o tempo todo em como arbitrar diferenças” (*apud* BIDERMAN *et ali*, 1996: 325). Assim sendo, na outra ponta das mesas de operação da política monetária do BCB estavam as instituições bancárias, cientes de que eram elas as ratificadoras da estabilidade monetária, objetivo maior da atuação econômica estatal sob o RMI.

Enquanto investidores, a arbitragem de diferenças é a busca pelo lucro. Em um contexto em que pesa a incerteza acerca do futuro, os agentes em busca de seus lucros detiveram um conjunto de informação que oferecia um bom peso aos seus argumentos sobre o retorno de seus investimentos. Isso, pois, a manutenção da estabilidade monetária sob o RMI depende do controle da criação de crédito ao público. Com estas informações, os agentes “do outro lado do balcão” tomaram suas decisões de investimento e seus retornos foram dados pela transferência dos recursos públicos que custeiam a política monetária. Como qualquer política pública, a política monetária é financiada pelo orçamento público, cuja principal fonte de receita é a arrecadação tributária. Neste cenário, o custo de efetivação da política monetária representou uma espécie de transferência às avessas, em que recursos públicos transferiram-se ao setor privado financeiro, dando-lhe seus retornos.

Além das evidências fornecidas pelos dados apresentados, alguns eventos recentes parecem corroborar a hipótese da captura do BCB pelo sistema bancário no Brasil. A taxa de juros básica, entre agosto de 2011 e junho de 2012, caiu de 12,50% para 7,50% (Gráfico 1), menor patamar da história da Selic. Para que esta queda fosse possível e sustentável, o governo brasileiro instituiu medidas macroprudenciais e de supervisão financeira¹¹ sobre a concessão de crédito, controlando a oferta de moeda por meio da restrição das possibilidades de se demandar financiamento. Em outros termos, controlou-se a oferta de moeda restringindo-a pelo lado da demanda por crédito. Houve, também, a colocação de medidas macroprudenciais sobre operações cambiais, para inibir, por exemplo, as operações de linha dos bancos, que os permitiam ampliar o crédito concedido no País a partir de aporte de recursos de suas unidades no exterior (Rossi, 2011). Medidas desta natureza, que impactam sobre a administração de balanço dos bancos, limitam suas possibilidades de atuação e, por

¹¹ No Brasil, são exemplos concretos de medidas macroprudenciais, a imposição de um limite máximo de prazo para a aquisição de carros, o aumento de exigências para tomada de crédito por pessoas físicas e a ampliação do percentual mínimo de pagamento de faturas cartão de crédito. Configura-se como supervisão financeira o monitoramento dos empréstimos bancários superiores a R\$1.000,00.

consequência, reduzem a sensibilidade inflação dos juros, aumentando a eficiência da política monetária, com menores custos às finanças públicas.

6. Considerações Finais

Embora se tenha assistido à redução da taxa de juros básica ao longo do período pós-RMI no Brasil, o pagamento de juros nominais elevou-se. Como é isso possível? Por conta da elevação dos fluxos da dívida mobiliária federal, resultado da materialização dos juros da política monetária nos títulos públicos utilizados para controlar os meios de pagamento. Este processo foi o resultado da captura da AM pelo sistema bancário que fez das restrições dadas à referida Autoridade pelo RMI, elementos conhecidos, com um elevado grau de confiança, para suas apostas de investimento. A possibilidade lógica da ocorrência deste problema tornou-se algo concreto na economia brasileira.

As evidências mais recentes, de fins da década de 2010, mostram que se forçou um menor custo do crédito, porém com medidas macroprudenciais e de supervisão financeira a controlar a sua concessão o que, por sua vez, podem estar a produzir uma nova institucionalidade nos mercados monetário e financeiro nacional. Porém, a utilização de restrições às possibilidades de concessão de crédito por parte do sistema bancário (o que é uma política de regulamentação, ou seja, de controle direto do Estado sobre a economia) tanto quanto os dados sobre o comportamento da dívida mobiliária federal colocada em operações de mercado aberto *vis-à-vis* o crédito concedido ao setor privado, indicam que as margens de manobra e a eficiência da ação da AM eram reduzidas.

Entretanto, não há ilegalidade na ação dos bancos. Eles apenas se aproveitam do cenário oferecido pela AM, afinal, eles estão no *real world*, a ser usar a clássica expressão de Davidson (1972), que não condiz com aquele previsto teoricamente pelo RMI. Assim sendo, para um novo *modus operandi* da AM se fazem necessárias medidas paralelas à política meramente monetária, tais como as medidas macroprudenciais, de supervisão financeira, uma política fiscal ativa em investimentos públicos e câmbio administrado com controle de capitais, o que confere autonomia à política monetária, entre outras. Espera-se que os apontamentos nesta direção recentemente tomados pela AM brasileira se mantenham e se intensifiquem. Todavia, eles são sinais de uma substituição do RMI “puro”, ainda que defronte a uma conjuntura de crise, e isto pode em muito se relacionar à busca por maior autonomia do BCB em relação ao sistema bancário.

Por sua vez, o ponto de partida das alternativas de política econômica keynesiana não trata de otimizar a alocação de recursos escassos, mas de produzir recursos, evitando que eles sejam escassos. Porém, esta produção depende de expectativas, confiança, propensões e toda uma série de elementos incalculáveis, portanto, imprevisíveis e arriscados. O ser humano em jogo em um mundo keynesiano não é uma adaptação moderna do antigo utilitarista benthamita, como quer o Novo Consenso Macroeconômico, mas diz respeito a indivíduos oportunistas que sabem que

é preciso mais inteligência para derrotar as forças do tempo e da nossa ignorância sobre o futuro do que para sair na frente. Além disso, a vida não é bastante longa para essa tarefa; a natureza humana exige sucessos imediatos, há um deleite especial em ganhar dinheiro rapidamente e lucros [em tempos] remotos são descontados pelo homem médio a taxas muito elevadas (Keynes, 1964, p. 157).

A estabilidade monetária e todas as repercussões dela sobre o investimento produtivo são uma condição inquestionável para uma dinâmica de crescimento do emprego, da renda e da riqueza, como reiterou Keynes ao longo de sua obra. Contudo, ao passo em que se postula um eventual viés inflacionário da AM, é fundamental que se inclua um *viés oportunista* nos indivíduos. Culpada por natureza sob o RMI restou à AM restringir-se a si mesma como forma de clamar pela cooperação dos agentes. Contudo, quanto mais regrada a AM, mais oportunistas podem ser as instituições bancárias, pois maior o conjunto de informações que elas possuem em suas decisões de *portfolio* em busca do lucro.

Referências Bibliográficas

- ARESTIS, P., PAULA, L. F., FERRARI FILHO, F. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. *Economia e Sociedade*, vol. 18, n.35, p. 1-30, 2009.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Regime de metas para a inflação no Brasil. *Série perguntas mais frequentes*. Banco Central do Brasil: Brasília, 2012a.
- _____. *Boletins do Banco Central do Brasil*. Banco Central do Brasil: Brasília, vários anos (1995 a 2013). Disponíveis em <http://www.bcb.gov.br/?BOLETIM>. Acesso ao longo de 2013.
- BARRO, R. J.; GORDON, D. B. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, vol. 12, p. 101-121, 1983.
- BERNANKE, B.; MISHKIN, F. S.. Inflation targeting: a new framework for monetary policy? *National Bureau for Economic Research Working Paper Series*, n. 5893, 31 p. 1997.
- BIDERMAN, C.; COZAC, L. F. L.; REGO, J. M. *Conversas com economistas brasileiros*. São Paulo: 34, 1996.
- CARVALHO, F. J. C. de. Sobre a endogenia da oferta de moeda: réplica ao professor Nogueira da Costa. *Revista de Economia Política*, vol. 13, n. 3 (51), p. 114-121, 1993.
- _____. Teoria e política monetárias: uma visão pessoal sobre uma relação difícil. *Econômica*, vol.6, n. 2, p. 315-334, 2004.
- COSTA, F. N. da. (Im)propriedades da moeda. *Revista de Economia Política*, vol. 13, n. 2 (50), p. 61-75, 1993.

- _____. Sobre o “horizontalismo” da oferta da moeda: tréplica ao Professor Cardim de Carvalho. *Revista de Economia Política*, vol. 14, n. 1 (53), p. 142-146, 1994.
- DAVIDSON, P. Money and the real world. *The Economic Journal*, vol. 82, n. 385, p. 101-115, 1972.
- FERRARI FILHO, F.; TERRA, F. H. B.. As disfunções do capitalismo na visão de Keynes e suas proposições reformistas. *Revista de Economia Contemporânea*, vol. 15, n. 2, 271-295, 2011.
- _____. O *modus operandi* das políticas econômicas keynesianas. *Cadernos HIU Ideias*, ano 10, nº 162. Instituto Humanitas Unisinos: São Leopoldo, p. 3-18, 2012.
- GOODFRIEND, M.; KING, R. G.. The new neoclassical synthesis and the role of monetary police. *National Bureau of Economic Research Macroeconomics Annual 1997*, vol. 12, p. 231-296, 1997.
- IPEADATA. *Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada - Dados de macroeconomia*. Disponível em <http://www.ipeadata.gov.br>, 2013. Acesso ao longo de 2013.
- KEYNES, J. M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. New York: HBJ Book, 1964.
- _____. *A Tract on Monetary Reform*. (The Collected Writing of John Maynard Keynes, v. IV), 1971a.
- _____. *A Treatise on Money. I The pure theory of money; II The applied theory of money*. (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. V e VI), 1971b.
- _____. *A Treatise on Probability*. (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. VIII). London: Royal Economic Society, 1973.
- _____. *The General Theory and After: a supplement*. (The Collected Writings of John Maynard Keynes, v. XXIX). London: Royal Economic Society, 1979.
- KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C.. Rules than discretion: the inconsistency of optimal plans. *The Journal of Political Economy*, vol. 85, n. 3, p. 473-492, 1977.
- PAULA, L. F. R. de. Teoria horizontalista da moeda e do crédito: crítica da crítica. *Estudos Econômicos*, vol. 33, n. 2, p. 325-352, 2003.
- MEIRELLES, A. J.. Moeda endógena e teoria monetária da produção. *Revista de Economia Política*, vol. 15, n. 3 (59), p. 18-30, 1995.
- MINSKY, H. *Stabilizing an Unstable Economy*. New Heaven: Twentieth Century Fund Report, 1986.
- MODENESI, A. de M. *Regimes Monetários: teoria e experiência do Real*. São Paulo: Manole, 2005.
- ROSSI, P. *A Taxa de Câmbio no Brasil: dinâmicas da arbitragem e da especulação*. Observatório da economia global, textos avulsos, nº. 7. CECON/IEUNICAMP, Campinas, 2011.
- SICSÚ, J. Teoria e evidências do regime de metas inflacionárias. *Revista de Economia Política*, vol. 22, n. 1 (85), p. 23-33, 2002.
- _____. Políticas não monetárias de combate à inflação: uma proposta keynesiana. *Análise Econômica*, vol. 21, n. 39, p. 1-25, 2003.
- TAYLOR, J. B.. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, n. 39, p. 195-214, 1993.
- _____. A core of practical macroeconomics. *The American Economic Review*, vol. 87, n. 2, p. 233-235, 1997.
- _____. Teaching modern macroeconomics at the principles level. *The American Economic Review*, vol. 90, n. 2, p. 90-94, 2000.
- TEIXEIRA, A. M.; MISSIO, F. J.. O Novo Consenso Macroeconômico e alguns *insights* da crítica heterodoxa. *Economia e Sociedade*, vol. 20, n. 2, p.273-297, 2011.