

# Mecanismo de transmissão da política monetária: a importância dos fatores microeconômicos<sup>1</sup>

Transmission mechanism of monetary policy:  
the relevance of microeconomic factors

**ANDRÉ DE MELO MODENESI** | amodenesi@gmail.com

Professor Adjunto do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ). Pesquisador-Bolsista (PNPD) da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA). Rio de Janeiro, Brasil.

**CAMILA CABRAL PIRES-ALVES** | camilapalves@gmail.com

Professora Adjunta do Departamento de Ciências Econômicas e Exatas do Instituto Três Rios, Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro (ITR/UFRRJ). Vice-Economista Chefe do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE). Rio de Janeiro, Brasil.

**NORBERTO MONTANI MARTINS** | norberto.montani@gmail.com

Mestrando do IE/UFRJ. Rio de Janeiro, Brasil.

**Recebimento do artigo** 10-out-12 | **Aceite** 20-nov-12

**Resumo** Em linha com a teoria ortodoxa, os principais bancos centrais apresentam o mecanismo de transmissão da política monetária privilegiando o papel das condições de demanda agregada, omitindo-se os fatores microeconômicos na determinação da inflação. Essa omissão pode ser enganosa e a autoridade monetária deve levar em conta fatores dessa natureza ao fixar a taxa básica de juros. Caso contrário, a dinâmica dos preços em resposta a um impulso monetário pode assumir trajetória distinta daquela esperada pelo banco central. É razoável considerar que, em geral, setores oligopolizados (com maior poder de mercado) tendem a ser mais *inflacionários* por pelo menos duas possíveis razões: i) têm maior capacidade de repassar para os preços aumentos de custo; e ii) podem ser relativamente imunes aos efeitos contracionistas da política monetária, visto que não necessariamente concorrem via preço. Assim, a reação a um choque de preço em se-

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

tores com diferentes níveis de poder de mercado deveria resultar em uma resposta diferenciada por parte do banco central. Outra implicação de política econômica é que a proteção do ambiente concorrencial, desempenhado pela política antitruste, pode ser relevante para a estabilidade de preços. **Palavras-chave** Mecanismo de Transmissão da Política Monetária; Inflação; estruturas de mercado.

**Abstract** In line with the orthodox theory, the major central banks have the transmission mechanism of monetary policy emphasizing the role of aggregate demand conditions, omitting the microeconomic factors in determining inflation. This omission can be misleading and the monetary authority must take into account such factors when setting the basic interest rate. Otherwise, the price dynamics in response to a monetary impulse can take different path from that expected by the central bank. It is reasonable to consider that, in general, oligopolistic sectors (with greater market power) tend to create more inflation for at least two reasons: i) have a greater ability to pass-through to prices increases in costs, and ii) may be relatively immune to monetary policy contraction, since it does not necessarily compete via prices. Thus, the reaction to a price shock in sectors with different levels of market power should result in a different response by the central bank. In addition we argue that the protection of competition, through antitrust policy, is relevant for price stability. **Keywords** Monetary Policy Transmission Mechanism; Inflation; Market Structure.

## Introdução

Com a popularização do regime de metas de inflação (RMI), a partir da década de 1990, o interesse pelo estudo do chamado mecanismo de transmissão da política monetária (PM) se intensificou. O RMI é uma estratégia de condução da política monetária marcado pela busca da estabilidade de preços, obtida pelo uso exclusivo da taxa básica de juros. Portanto, o entendimento de como variações nos juros afetam o nível geral de preços é um pré-requisito fundamental para o uso desse regime.

De uma forma geral, e em linha com a teoria ortodoxa convencional, os principais bancos centrais – como, por exemplo, o Banco Central do Brasil (BCB), Banco da Inglaterra (BOE) e o Banco Central Europeu (BCE) – apresentam esse mecanismo privilegiando o papel das condições de demanda agregada e, portanto, omitindo-se a relevância dos fatores microeconômicos (ou o lado da oferta) na determinação da inflação. Esse fato resulta, em larga medida, da assunção da hipótese de neutralidade da moeda, como expresso pelo BOE:<sup>2</sup>

---

2 A este respeito o BCB postula que: “Ao longo dos últimos anos começou a se formar um consenso, entre os economistas e bancos centrais, de que o objetivo principal da política monetária deve ser a obtenção e manutenção da estabilidade de preços... é importante notar que a política monetária produz efeitos reais apenas no curto e médio prazo, ou seja, no longo prazo a moeda é neutra. O único efeito existente no longo prazo é sobre o nível de preços da economia (*Relatório de Inflação*, v. 1, nº 1, jun. 1999: 89).

Monetary policy works largely via its influence on aggregate demand in the economy. It has little direct effect on the trend path of supply capacity. Rather, in the long run, monetary policy determines the nominal or money values of goods and services – that is, the general price level. An equivalent way of making the same point is to say that in the long run, monetary policy in essence determines the value of money – movements in the general price level indicate how much the purchasing power of money has changed over time. Inflation, in this sense, is a monetary phenomenon (BOE, 1999: 162).

O problema é que independentemente do debate sobre a neutralidade da moeda – i.e., mesmo aceitando-se essa hipótese – a omissão dos fatores microeconômicos no processo de formação de preços pode ser enganosa. A autoridade monetária deve levar em conta fatores dessa natureza ao fixar a taxa básica de juros. Caso contrário, a dinâmica dos preços em resposta a um impulso monetário pode assumir trajetória distinta daquela esperada pelo banco central.

Em linha com as teorias de formação de preço em oligopólios, é razoável considerar que, em geral, setores em que há maior poder de mercado (em especial os oligopólios) tendem a ser mais *inflacionários* por pelo menos duas razões: i) têm maior capacidade de repassar para os preços aumentos de custo; e ii) podem ser relativamente imunes aos efeitos contracionistas da PM, visto que não necessariamente concorrem via preço. Assim, a reação a um choque de preço em setores com diferentes níveis de poder de mercado<sup>3</sup> deveria resultar em uma resposta diferenciada por parte do banco central.

O objetivo desse artigo é chamar atenção para essa importante falha cometida pelos principais bancos centrais. Assim, pretende-se contribuir para uma melhor descrição do mecanismo de transmissão da PM, que incorpore devidamente os fatores microeconômicos na evolução da inflação. São quatro seções, além dessa introdução e das considerações finais. Na primeira, é exposta descrição convencional desse mecanismo. Na segunda seção, é apresentada a visão de Keynes e dos pós-keynesianos sobre o processo inflacionário, que destaca a importância dos *mark ups* na formação dos preços. Assim, constitui-se uma forma de se combinar os condicionantes microeconômicos com os de ordem macroeconômica na deter-

---

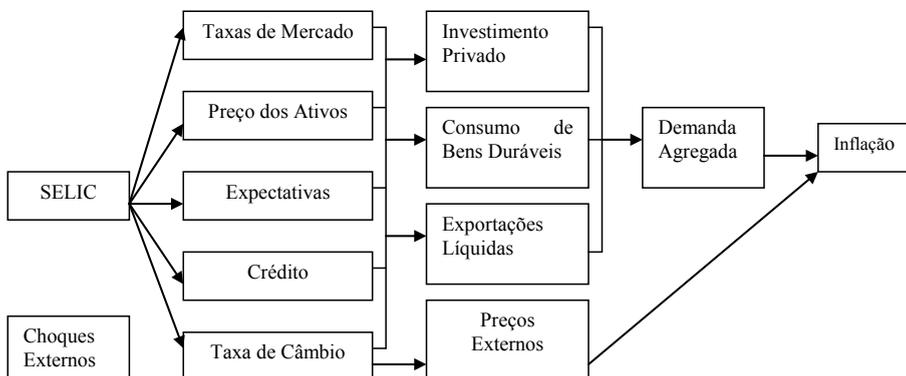
3 O grau de poder de mercado é definido por diversos fatores, tais como: número de empresas e concentração do mercado; existência de barreiras à entrada; grau de abertura ao comércio exterior; e substitutibilidade do produto.

minação do nível geral de preços, formando-se espécie de embrião de abordagem *micro-macro integrada* do mecanismo de transmissão. Em seguida, propõe-se uma descrição do mecanismo de transmissão que incorpora o lado da oferta, ou os fatores de custo – ignorados pela teoria convencional. Na quarta seção, ressaltam-se duas implicações para a política econômica. A primeira delas é que a reação a um choque de preço em setores com diferentes níveis de poder de mercado deveria resultar em uma resposta diferenciada por parte do banco central. A segunda é que a proteção do ambiente concorrencial, desempenhado pela política antitruste, pode contribuir para a estabilidade de preços.

## Mecanismos de transmissão da política monetária: a visão convencional da formação de preços no nível macroeconômico

A literatura convencional elenca fundamentalmente cinco canais através dos quais a PM pode afetar a variação do nível geral de preços: i) a estrutura a termo da taxa de juros; ii) o crédito; iii) as expectativas; iv) o preço dos ativos; e v) a taxa de câmbio (Mishkin, 1995; 1996). A figura 1 sintetiza a visão convencional do processo de formação de preços no nível macroeconômico, conforme o BCB (1999).

Figura 1 | Mecanismo de Transmissão da Política Monetária: abordagem macroeconômica convencional



Fonte: BCB (1999).

As decisões de investimento e de consumo de bens duráveis são pautadas pela estrutura a termo da taxa de juros. Uma redução da taxa básica de juros (Selic), ao se propagar para as taxas de juros de médio e longo e prazo, induz uma elevação do investimento e do consumo (notadamente de bens duráveis) que, por sua vez, gera ampliação da demanda agregada, pressionando o nível geral de preços para cima.

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

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

Variações nos preços dos ativos financeiros, ao alterar o estoque de riqueza dos agentes econômicos, podem influenciar as decisões de consumo. Uma redução da taxa básica de juros, ao estimular o crescimento econômico, aumenta a expectativa de lucro das empresas gerando, normalmente, uma elevação no preço das ações. Além disso, o preço dos títulos (pré-fixados) aumenta. Diante de volume maior de riqueza financeira, decorrente do aumento do valor dos títulos e das ações, é possível que os agentes econômicos se disponham a gastar mais. Dessa forma, uma redução da Selic, ao incentivar o consumo – por meio do *efeito riqueza* – também amplia a demanda agregada, pressionando para cima o nível geral de preços.

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

Resumindo, de acordo com o BCB, variações na taxa Selic se transmitem para a inflação por meio dos cinco canais acima. Através desses canais, um estímulo monetário influencia as decisões de investimento, poupança e consumo de bens duráveis e as exportações líquidas que, por sua vez, afetam a demanda

agregada e, por fim, o nível geral de preços (Meltzer, 1995; Mishkin, 1995; 1996; Bogdanski et. al, 2000).

A descrição convencional desse mecanismo omite o papel crucial desempenhado por fatores microeconômicos – regras de formação de preço, estruturas de mercado e padrões de concorrência etc. – na determinação do nível geral de preços. É justamente aqui que se encontra a necessidade de uma abordagem que integre os determinantes microeconômicos e macroeconômicos do nível geral de preços.

## A visão pós-keynesiana: embrião de abordagem micro-macro integrada

Longe de apresentar um corpo teórico fechado, o presente item busca resgatar elementos teóricos de diferentes autores de filiação pós-Keynesiana e do próprio Keynes que ofereçam *insights* para o desenvolvimento de uma abordagem *micro-macro integrada* do processo inflacionário.

O ponto de partida é o reconhecimento de que o nível geral de preços reflete basicamente o comportamento do nível de preços específico de cada indústria. Como destaca Keynes (2007: p. 229):

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

Ainda neste sentido, vale uma consideração: o nível geral de preços nada mais é que uma média ponderada dos diferentes níveis de preço vigentes na economia. Logo, os elementos que governam o nível de preços em cada indústria são, por definição, os mesmos que governam o nível geral de preços. Este é, portanto, o primeiro *link* entre a microeconomia e a macroeconomia.

Como proposto por Keynes, para uma economia que opere abaixo do pleno emprego, o nível geral de preços tenderá a se elevar por duas principais razões.

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

Em outros termos, Keynes explicita que a inflação tem sua origem tanto nos custos da produção quanto na demanda agregada, refletida no nível de produto e emprego. O autor coloca que estas últimas pressões, contudo, poderiam ser arrefecidas por ganhos de produtividade que aliviem os custos crescentes da produção. Logo, a demanda é um fator de pressão inflacionária apenas à medida que eleva os custos para os empresários – este é o caso quando se ultrapassa o pleno emprego.

Estas proposições de Keynes são tratadas com maior rigor formal no modelo desenvolvido por Weintraub (1961). Este autor assume que o produto nominal é dado por:

$$Z = k \cdot W \quad (1)$$

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

Vale observar que esta equação valeria também para uma indústria específica. Desmembrando o produto e salário nominais da equação (1), temos que:

$$P \cdot Q = k \cdot w \cdot N \quad (2)$$

Onde:  $P$  representa o nível geral de preços;  $Q$ : o produto real;  $w$ : o salário médio por trabalhador; e  $N$ : o número de empregados. Isolando o nível geral de preços  $P$ , obtemos:

$$P = k \cdot w \cdot \frac{N}{Q} \quad (3)$$

Note-se que  $N/Q$  representa o produto médio por trabalhador, uma medida da produtividade do trabalho. Chamando de  $A$  esta razão, de (3) obtemos:

$$P = \frac{k \cdot w}{A} \quad (4)$$

Aplicando a função logarítmica em (4) e derivando em relação ao tempo, obtemos:

$$\ln P = \ln k + \ln w - \ln A .:$$

$$\dot{P} = \dot{k} + \dot{w} - \dot{A} \quad (5)$$

De acordo com a equação (5), a inflação é explicada por três fatores: i) a evolução do *mark-up* agregado sobre custos, variável ligada diretamente a estrutura de mercado; ii) o comportamento dos salários, que se torna um fator tão mais relevante quanto menor for o nível de desemprego, em linha com a curva de Phillips (1958); e iii) a evolução da produtividade do trabalho. Em suma, a dinâmica da inflação não depende apenas da evolução dos salários, mas também, dos fatores  $k$  e  $A$ . Assim como a inflação de um determinado setor depende de seus custos, a inflação (agregada) também é influenciada pelos fatores de custos – como proposto por Keynes. O processo inflacionário tem, portanto, um componente de custos – não dependendo apenas da demanda, como propõe o arcabouço do RMI.

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

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

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

Este teto é na realidade um custo virtual que se comparado com a receita esperada sem a perda de *market-share* determina uma “taxa de juros” dos recursos internos. Quanto mais intensa a elevação do preço, maior tende a ser esta taxa (isto é mais custoso é usar a elevação de preço como fonte de recursos). O empre-

sário tem, portanto, uma base de comparação para as taxas de juros de mercado, a fim de decidir por sua estrutura de capital.

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

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

O caso brasileiro nos últimos anos parece validar os *insights* teóricos descritos acima. Por exemplo, nos anos de 2010 e 2011, a inflação (medida pelo IPCA) foi mais intensa nos setores de alimentos e bebidas, vestuário e despesas pessoais. Não por acaso, os setores de bebidas e outros produtos alimentícios, de produção de óleos e gorduras vegetais, e de tecelagem passaram, recentemente, por um intenso processo de concentração (Rocha *et alli*, 2010). A interrelação entre a microeconomia e macroeconomia estaria estabelecida também por este canal: o da concentração e do grau de oligopolização das indústrias específicas. Certamente, para além dos graus de concentração, fatores outros que determinam o grau de poder de mercado do setor são relevantes para explicar esse comportamento inflacionário. Sobre isso, as teorias de formação de preço em oligopólio<sup>4</sup>, nas suas mais variadas vertentes e enfoques, possuem muito a contribuir. Entretanto, esmiuçar essa questão vai além do objetivo deste artigo.

---

4 Em especial, a interdependência oligopolística e os fatores determinantes para a capacidade de coordenação, bem como os componentes estruturais e comportamentais para a formação de preço.

## Uma proposta de abordagem micro-macroeconômica integrada

O estado das artes da pesquisa sobre os determinantes da inflação possui um viés essencialmente macroeconômico. Além disso, a literatura existente é fortemente condicionada pela visão ortodoxa sobre política monetária, seus canais de transmissão e sua interpretação acerca das causas da inflação. Neste último aspecto, deve-se ressaltar que o RMI tem como foco um tipo específico de inflação, a demanda. Este diagnóstico pode apresentar problemas em função da presença de dois elementos cruciais, de ordem microeconômica, subjacentes à dinâmica da inflação: i) padrões de concorrência distintos do modelo de concorrência perfeita, em que se destacam os oligopólios, e as suas implicações para o repasse de variações de custos para os preços finais; e ii) a rigidez de preço a variações na demanda. A definição de um arcabouço teórico alternativo, que ofereça uma explicação mais completa para o processo inflacionário deve envolver, necessariamente, uma abordagem *micro-macro integrada*.

A visão monetarista ortodoxa do processo de formação de preços implícita na descrição convencional do mecanismo de transmissão da política monetária (seção 1) omite importantes fatores microeconômicos na determinação do nível geral de preços. Com o intuito de contornar essa séria limitação, propõe-se uma abordagem integrada micro-macroeconômica, de caráter marcadamente heterodoxo, que englobe os fatores omitidos pela teoria ortodoxa.

Conforme a figura 2, além dos cinco canais de transmissão da política monetária contemplados pela teoria ortodoxa, propõe-se a inclusão de canais adicionais, que levem em conta as estruturas de mercado e os padrões de concorrência, como variável explicativa do processo de formação do nível geral de preços. Assim, pretende-se chamar atenção para a relevância e abrir espaço para a inclusão dos variados canais de transmissão associados aos fatores microeconômicos.

Particularmente propõe-se a introdução de dois canais: i) crédito-custo; e ii) câmbio-custo. O primeiro é um canal perverso: um aumento na taxa de juros contribui para uma elevação da inflação. Trata-se de uma razão para o que a literatura ortodoxa chama de *price puzzle*: a evidência empírica mostra que diante de um choque (positivo) de taxa de juros a inflação inicialmente se acelera. Esse comportamento, apesar de não encontrar respaldo na teoria ortodoxa, se tornou

espécie de regra em modelos VAR (Eichenbaum, 1992; Walsh, 2003, cap. 1).<sup>5</sup> A explicação convencional é que se trata de um problema de má especificação: as variáveis incluídas no modelo não esgotam o conjunto de informação à disposição do banco central (Sims, 1992).<sup>6</sup>

Propomos aqui uma motivação alternativa para o *price puzzle*, fundada na existência de um canal de custos na transmissão da política monetária. Uma elevação da taxa de juros aumenta o custo de produção das firmas que – dependendo de seu poder de mercado e das condições de demanda – pode ser repassado para preços. Assim, em um primeiro momento, uma contração monetária gera um aumento de custos que se transmite mais rapidamente para os preços. Posteriormente, uma elevação dos juros desaquece a economia e, finalmente, impacta negativamente a inflação. O *puzzle* surgiria, portanto, de um descompasso entre os efeitos da política monetária sobre os custos de produção – que são mais imediatos – e seus impactos defasados sobre a demanda agregada e, por fim, nos preços.

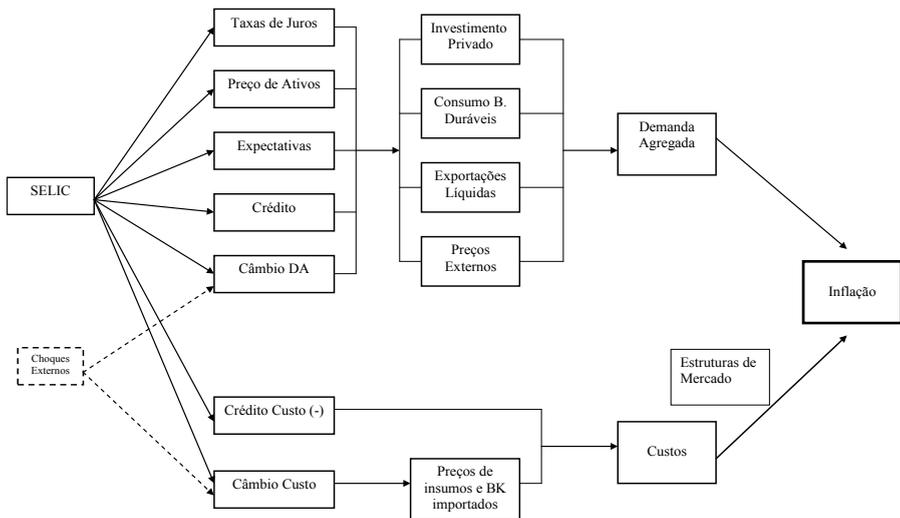
O canal câmbio-custo funciona com o sinal esperado e reforça o canal câmbio-demanda (que opera via exportações líquidas). Assim, uma valorização cambial – ao tornar mais barata a importação de máquinas, equipamentos e insumos – contribui para uma redução dos custos de produção. Dependendo das características estruturais e comportamentais do mercado, além das condições de demanda, essa redução dos custos será repassada aos preços finais, concorrendo para o arrefecimento da inflação.

---

5 Esse fenômeno também foi identificado para a economia brasileira, por exemplo, por Luporini (2007) e Modenesi e Araújo (2012).

6 Partindo dessa premissa, Christiano et al. (1996) e Sims e Zha (1998) eliminam o *puzzle* com a introdução de um índice de preço de commodities.

Figura 2 | Mecanismo de Transmissão da Política Monetária: abordagem micro-macroeconômica integrada



Fonte: elaboração própria

## Implicações para a política econômica: breves considerações

Os principais bancos centrais apresentam mecanismo de transmissão da PM privilegiando o papel das condições de demanda agregada, omitindo-se os fatores microeconômicos na determinação da inflação. Essa omissão pode ser enganosa e a autoridade monetária deve levar em conta fatores dessa natureza ao fixar a taxa básica de juros. Caso contrário, a dinâmica dos preços em resposta a um impulso monetário pode assumir trajetória distinta daquela esperada pelo banco central.

É razoável considerar que, em geral, setores oligopolizados (mais precisamente, com maior poder de mercado) tendem a ser mais *inflacionários* por pelo menos duas razões: i) têm maior capacidade de repassar para os preços aumentos de custo; e ii) podem ser relativamente imunes aos efeitos contracionistas da PM, visto que não necessariamente concorrem via preço. Assim, a reação a um choque de preço em setores com diferentes níveis de poder de mercado deveria resultar em uma resposta diferenciada por parte do banco central.

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

Por fim, como desdobramento desse artigo destacam-se duas linhas convergentes de pesquisa, de caráter eminentemente empírico:

- 1) a análise do papel dos fatores comportamentais e estruturais no processo de formação de preço no nível microeconômico; e
- 2) o estudo das condições para o exercício de poder de mercado, que explicariam a proposta heterogeneidade setorial no comportamento da inflação.

## Referências bibliográficas

- BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB) (1999). *Relatório de Inflação*, v. 1, nº 1, jun. 1999.
- BANK of ENGLAND (BOE) (1999). *Quarterly Bulletin*, 39(2).
- BOGDANSKI, J., TOMBINI, A. A. e WERLANG, S. R. C. (2000), *Implementing Inflation Target In Brazil*. Banco Central do Brasil, *Working Paper* nº 1.
- CHRISTIANO, L.; EICHENBAUM, M.; EVANS, C. L. (1996), "The Effects of monetary policy shocks: evidence from the flow of funds". *Review of Economics and Statistics*, vol. 78 (1), pp.16-34.
- EICHENBAUM, M. (1992), "Comment on interpreting the macroeconomic time series facts: the effects of monetary policy". *European Economic Review*, vol. 36 (5), pp.1001-011.
- EICHNER, A. S. (1970) *The Megacorp and Oligopoly*. Cambridge University Press.
- KEYNES, J. M. (2007) *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*. São Paulo: Atlas. [The General Theory of Employment, Interest and Money. London: MacMillan, 1936].
- LUPORINI, V. (2007), "The monetary transmission mechanism in Brazil: evidence from a VAR analysis". *Estudos Econômicos*, 28 (1), pp. 7-30.
- MELTZER, A. H. (1995) "Monetary, Credit (and Other) Transmission Processes: A Monetarist Perspective," *Journal of Economic Perspectives*, Fall, 9, 49-72.
- MISHKIN, F. (1995), "Symposium on the monetary transmission mechanism". *Journal of Economic Perspectives*, V. 9 (4), pp. 3-10.
- MISHKIN, S. F. (1996), "The Channels of Monetary Transmission: Lessons for Monetary Policy," *NBER Working Paper*, No. 5464 (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research).

- MODENESI, A.M. e ARAÚJO, E. (2012). "Price Stability under Inflation Targeting in Brazil: an empirical analysis of the monetary policy transmission mechanism based on a VAR model (2000-2008)". *Investigación Económica* [No prelo].
- PHILLIPS, A.W. (1958) The Relationship between Unemployment and the Rate of Change of Money Wages in the United Kingdom 1861–1957. *Economica*, v. 25 (novembro), pp. 283–99.
- ROCHA, F.; PIRES, L. e BUENO, S. (2010), "Dinâmica da concentração de mercado na indústria brasileira, 1996-2003". *Economia e Sociedade*, v. 19, n. 3 (40), pp. 477-98.
- SIMS, C. (1992), "Interpreting the macroeconomic time series facts: the effects of monetary policy". *European economic Review*, v. 36(5), pp. 975-1000.
- SIMS, C. e ZHA, T. (1998), "Does monetary policy generate recessions?". Federal Reserve Bank of Atlanta, *Working Paper 12*.
- WALSH, C. (2003), *Monetary Theory and Policy*. Cambridge (Ma): MIT Press.
- WEINTRAUB, S. (1961) *Classical Keynesianism Monetary Theory and the Price Level*. Connecticut: Greenwood Press.