

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

TOBIAS AUGUSTO JUNG DE CARVALHO

**POLÍTICA MONETÁRIA E DISTRIBUIÇÃO DE RENDA: UM COMPARATIVO
ENTRE BRASIL, ESTADOS UNIDOS, IRÃ E REINO UNIDO**

Porto Alegre

2018

TOBIAS AUGUSTO JUNG DE CARVALHO

**POLÍTICA MONETÁRIA E DISTRIBUIÇÃO DE RENDA: UM COMPARATIVO
ENTRE BRASIL, ESTADOS UNIDOS, IRÃ E REINO UNIDO**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Relações Internacionais da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais.

Orientador: Prof. Dr. Marcelo Milan

Porto Alegre

2018

CIP - Catalogação na Publicação

Carvalho, Tobias Augusto Jung de
POLÍTICA MONETÁRIA E DISTRIBUIÇÃO DE RENDA: UM
COMPARATIVO ENTRE BRASIL, ESTADOS UNIDOS, IRÃ E
REINO UNIDO / Tobias Augusto Jung de Carvalho. --
2018.

62 f.

Orientador: Marcelo Milan.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade
de Ciências Econômicas, Curso de Relações
Internacionais, Porto Alegre, BR-RS, 2018.

1. Política monetária. 2. Taxa de juros. 3.
Distribuição de renda. 4. Coeficiente de Gini. 5.
Participação dos mais ricos na renda. I. Milan,
Marcelo, orient. II. Título.

TOBIAS AUGUSTO JUNG DE CARVALHO

**POLÍTICA MONETÁRIA E DISTRIBUIÇÃO DE RENDA: UM COMPARATIVO
ENTRE BRASIL, ESTADOS UNIDOS, IRÃ E REINO UNIDO**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Relações Internacionais da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Relações Internacionais.

Aprovado em: Porto Alegre, 7 de dezembro de 2018.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Marcelo Milan – Orientador
UFRGS

Prof. Dr. Alessandro Donadio Miebach
UFRGS

Prof. Dr. Maurício Andrade Weiss
UFRGS

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer, em primeiro lugar, à UFRGS, a Universidade Federal do Rio Grande do Sul, universidade pública e de qualidade, que investe nos alunos sob o princípio de que a formação acadêmica e científica é essencial ao desenvolvimento de um país. Vida longa às universidades públicas brasileiras.

Agradeço também aos meus familiares pelo apoio nos últimos anos, e a todos os amigos (colegas ou professores) que fiz no meu percurso dentro da universidade. Especialmente, agradeço a meu orientador, Marcelo Milan, pelo resultado deste trabalho.

RESUMO

Este trabalho tem por objetivo discutir os possíveis efeitos do principal instrumento de política monetária, ou seja, a taxa de juros sobre a distribuição de renda (medida por indicadores como o índice de Gini e a participação da renda da parcela mais rica da população na renda total), para uma seleção de países com base nos níveis de desenvolvimento e regimes de política monetária que podem trazer conclusões pertinentes ao tema. Para isso, buscou-se primeiramente um entendimento da teoria econômica sobre a política monetária, sobre a distribuição de renda e sobre como as duas variáveis podem se relacionar, pelo que se produziu até agora na literatura acadêmica. Finalmente, fez-se uma análise preliminar de dados a partir de quatro países: Brasil, Estados Unidos, Irã e Reino Unido. Os resultados apontaram para uma provável relação forte e positiva entre taxa de juros e distribuição de renda, de modo a sugerir que políticas expansionistas teriam possivelmente algum poder de redistribuir renda de modo mais igual, e que políticas contracionistas podem redistribuir renda de modo mais desigual, e não apenas no curto prazo.

Palavras-chave: Política monetária. Taxa de Juros. Distribuição de renda. Coeficiente de Gini. Participação dos mais ricos na renda.

ABSTRACT

This paper aims to discuss the possible effects of the main monetary policy instrument, ie, the interest rate on the distribution of income (measured by indicators such as the Gini index and income of the richest part of the population in total income), for a selection of countries based on levels of development and monetary policy regimes, which can draw conclusions pertinent to the theme. To do so, we first sought an understanding of economic theory about monetary policy and distribution of income, and about how the two variables can be related, *via* what was so far produced in the academic literature. Finally, preliminary data analysis was done for four countries: Brazil, the United States, Iran and the United Kingdom. The results pointed to a likely strong and positive relation between interest rates and income distribution, in order to suggest that expansionary policies would possibly have some power to redistribute income more evenly, and that contractionary policies can redistribute income in a more unequal way, and not just in the short term.

Keywords: Monetary policy. Interest rate. Income distribution. Gini coefficient. Participation of the richest in income.

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	9
2	POLÍTICA MONETÁRIA E DISTRIBUIÇÃO DE RENDA: ELEMENTOS CONCEITUAIS E OPERACIONAIS	15
2.1	A TEORIA E A POLÍTICA MONETÁRIA	15
2.1.1	O regime de metas de inflação	20
2.2	A TEORIA E A MENSURAÇÃO DA DISTRIBUIÇÃO DE RENDA	22
2.3	CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES	27
3	POLÍTICA MONETÁRIA E DISTRIBUIÇÃO DE RENDA: REVISÃO DA LITERATURA	29
3.1	A ABORDAGEM HETERODOXA	29
3.2	A ABORDAGEM ORTODOXA	36
3.3	CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES	41
4	EVIDÊNCIA EMPÍRICA PRELIMINAR: POLÍTICA MONETÁRIA E DISTRIBUIÇÃO DE RENDA EM EXPERIÊNCIAS SELECIONADAS	43
4.1	EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS	43
4.1.1	Política monetária e distribuição de renda no Brasil	44
4.1.2	Política monetária e distribuição de renda nos Estados Unidos	47
4.1.3	Política monetária e distribuição de renda no Irã	50
4.1.4	Política monetária e distribuição de renda no Reino Unido	52
4.2	CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES	54
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	57
	REFERÊNCIAS	59

1 INTRODUÇÃO

O cenário internacional, desde o fim do século XX, apresentou mudanças importantes que acabaram ditando a implementação de políticas econômicas dos países, aos quais são feitas recomendações para seguir padrões de políticas baseados em determinados preceitos econômicos ortodoxos (GORE, 2000). Para esse *mainstream* da economia, a política monetária (seja pelos juros ou pela emissão de moeda) é neutra, ou seja, não é capaz de afetar o nível de emprego a longo prazo (MOLLO, 2004). Isso quer dizer que qualquer tentativa de ajustar a taxa de juros em desacordo com seu referencial de mercado seria custoso para uma economia, gerando distorções que a deixariam mais longe do equilíbrio. Grande parte da literatura que discorda desses preceitos (como de teóricos keynesianos e pós-keynesianos), no entanto, chama a atenção para a ideia de que a política monetária pode sim ter efeitos importantes em relação ao emprego, uma vez que a moeda não é neutra, e que, portanto, deve ser usada como instrumento de política para regular dinâmicas reais importantes da economia (COWELL, 2007).

O cenário internacional é tomado por preceitos econômicos cuja predominância é pouco contestada, mesmo que segui-los cegamente possa trazer malefícios a uma economia. O receituário econômico ortodoxo, ao introduzir medidas como a adoção do sistema de metas de inflação, pouco aperfeiçoado a choques de oferta, faz com que a ciência esteja aquém do que urge no mundo real (KANCZUK, 2004). Decisões de política econômica, tomadas somente baseadas em manuais, têm poder de afetar diretamente a vida de muitas pessoas.

É relevante pensar que existe uma predominância pouco saudável à diversidade científica, tanto no meio acadêmico quanto no que acaba passando para as decisões governamentais e as expectativas de mercado, ainda viciadas nesses preceitos que ganharam força no contexto dos anos 1990 (CARVALHO et al, 2007).

Este trabalho tem por objetivo avaliar os efeitos do principal instrumento de política monetária, ou seja, a taxa de juros, sobre a distribuição de renda (medida por indicadores como o índice de Gini e a participação da parcela mais rica da população na renda), em uma seleção de países que podem trazer conclusões pertinentes ao tema.

Como objetivo geral, busca-se entender a relação entre os efeitos da política monetária na distribuição de renda. Para isso, pretende-se fazer uma análise de quatro países — Brasil, Estados

Unidos, Irã e Reino Unido — que apresentem diferenças macroeconômicas pertinentes a uma análise objetiva que esclareça essa relação, que pode mostrar que um aumento (ou uma diminuição) na taxa de juros provoca uma distribuição progressiva (ou regressiva) no nível de renda, além da possibilidade de concluir-se que a desigualdade é neutra em relação aos efeitos da taxa de juros.

Quanto aos objetivos específicos, busca-se, primeiramente, encontrar, nas teorias econômicas, os principais esclarecimentos sobre os conceitos que permeiam o trabalho. Que relação pode existir, segundo a literatura, entre taxa de juros e distribuição de renda? Como essa relação pode intensificar-se ou anuviar-se a depender de determinadas realidades econômicas? Quais variáveis devem ser levadas em conta de acordo com as teorias econômicas?

Como justificativa, traz-se à tona a questão da desigualdade por ela ser, por si só, um tema relativamente pouco debatido no meio acadêmico, se comparado a questões envolvendo emprego ou produto, ao mesmo tempo em que a distribuição de renda pode ser determinante na dinâmica de uma economia, seja por indicar o padrão de consumo quanto para guiar os agentes nas decisões de investimento, além de ser um indicador de bem-estar social (COWELL, 2007). Nesse sentido, a junção dos temas de política monetária e distribuição de renda apresenta uma novidade no caso brasileiro. Ao mesmo tempo em que já houve algumas pesquisas que quiseram relacionar as duas variáveis, elas não se propuseram a relacioná-las para o caso brasileiro, apenas analisando casos específicos de outros países (THORBECKE, 1997; BULLARD, 2014; COEURÉ, 2012).

Ademais, uma vez que ainda há pouca produção acadêmica que caminhe na direção contrária do *mainstream*, e ainda menos que relacione especificamente as duas variáveis que este trabalho se propõe a relacionar, entende-se que ele tem relevância para o debate científico, trazendo à tona uma questão importante, ainda atual, mesmo que de discussão pouco convencional.

Além disso, um maior apuramento em estudos como este poderiam trazer maior clareza para que as decisões de política monetária fossem tomadas com mais informações, uma vez que pode comprovar-se ou não essa relação. Como as Ciências Econômicas são de interesse da população, ao ajudar a determinar o emprego, a renda, sua distribuição e muitas outras variáveis importantes para o bem-estar das pessoas, é de se esperar que várias possibilidades sejam revisadas.

Finalmente, cita-se que o tema é de importância pessoal, pelo entendimento de que a desigualdade social não pode ser vista como um assunto secundário. Em um país como o Brasil, em que o tema da distribuição foi por tantos anos posto de lado, visto como uma consequência futura do crescimento, ainda que houve períodos em que se pode observar um crescimento puxado

pela redução da desigualdade (BIANCARELLI, 2014), é necessário que esses temas sejam revistos, para que a taxa de juros não sejam determinada de maneira aleatória ou sem que se haja uma completude maior de informações.

É importante reiterar que a política de fixação da taxa juros tem poder de influenciar, mesmo que indiretamente, variáveis importantes na economia, como investimento, nível de emprego (já que um juro mais alto faria com que os empresários preferissem não investir seu dinheiro no lado real da economia, e sim em aplicações financeiras), consumo (via crédito facilitado pela taxa de juros baixa e salários advindos de um aumento no nível de emprego), inflação (visto que um processo inflacionário é mais prejudicial a agentes que não podem reajustar seus preços, e o aperto monetário da taxa de juros pode ter a capacidade de frear a inflação) e a renda real (uma vez que um aumento na taxa de juros provoca um aumento na renda de rentistas) (OMAR, 2008). Mais importante, a taxa de juros fixada pelo Banco Central influencia a taxa de juros de mercado. Por todos esses caminhos, observa-se, adotando uma perspectiva teórica heterodoxa-keynesiana, que a taxa de juros tem capacidade de afetar a distribuição da renda, seja pessoal ou funcionalmente (CARVALHO et al, 2007).

No entanto, há outros meios de influenciar a variável da distribuição de renda, seja por meio da política fiscal, do salário real, de investimentos em educação (e, portanto, da produtividade), de políticas sociais, entre outros fatores e instrumentos (ŠKARE; STJEPANOVIĆ, 2014). Para que se pudesse controlar melhor esses determinantes, entretanto, optou-se pelo estudo de um número pequeno de países para que se fizesse entre eles uma comparação. Usando dois principais critérios de escolha, cruzando variáveis de países desenvolvidos e em desenvolvimento (ainda que nenhum dos países selecionados seja pequeno e de economia insignificante no contexto internacional) com países que utilizam o sistema de metas de inflação com os que não o utilizam.

Do ponto de vista metodológico, faz-se uma revisão teórica dos conceitos principais aqui abordados, além de uma seção destinada ao referencial teórico e aos estudos empíricos já existentes sobre o tema. A pesquisa segue uma revisão de literatura que permite apropriar-se melhor dos temas, em uma fase exploratória em que é provável que os conceitos teóricos heterodoxos ganhem em importância, visto que a maioria desses trabalhos já existentes partem desses pressupostos, uma vez que a relação a ser analisada pela pesquisa não é relevante para o *mainstream*. Por fim, há a parte destinada à coleta de dados. Para a seleção dos dados pertinentes à pesquisa, este trabalho recorre aos números oficiais dos quatro países (por meio do banco de dados do Banco Mundial)

relativos a juros nominais e reais (descontada a taxa de inflação), de modo a relacioná-los com medidas de desigualdade como o coeficiente de Gini e a concentração da renda dos percentis mais ricos da população, tidos por Hoffmann (1998) como medidas apropriadas de desigualdade. Foram elaborados gráficos que fazem um recorte temporal próximo ao século XXI, com o objetivo de buscar relações claras entre as duas variáveis e verificar se existe uma relação, positiva ou negativa, entre política monetária e distribuição de renda, contribuindo para o debate científico.

Foram escolhidos países desenvolvidos porque esses apresentam, em média, níveis de inflação menores que os subdesenvolvidos (BERNSTEIN; PATEL, 1952), de modo que torna-se importante pensar a relação entre taxa de juros e a distribuição da renda sob esse contexto, principalmente após a crise de 2008, em que os estados têm reduzido suas taxas de juros a níveis mínimos (PEREA; KASHAMA, 2017). Da mesma forma, é interessante fazer uma leitura de como a distribuição da renda responde ao grande número de fatores que determinam a taxa de juros, testando dados de tendências recentes de política monetária e comparando-os com medidas de desigualdade para que uma possível causalidade se faça ver de forma mais clara.

Em seguida, objetiva-se desenvolver uma seção dedicada à revisão de literatura já existente sobre estudos empíricos (Thorbecke, 1997; Bullard, 2014; Coeuré, 2012), seja sobre os países que serão o objeto da pesquisa empírica ou não. Há um número não desprezível de literatura sobre a situação dos Estados Unidos relacionando política monetária e desigualdade. Esse material pode ser útil para uma maior compreensão do tema e para a parte final do trabalho, uma vez que pode elucidar questões que surgiram nos processos das pesquisas e guiar caminhos pertinentes na escolha das variáveis.

Após essas etapas, na realização do estudo empírico, foram elaborados gráficos de dispersão em que se relacionam os diferentes dados já mencionados de distribuição de renda com as taxas de juros dos países, com o objetivo de verificar correlações após um discorrimento sobre as idiosincrasias dos países que sejam relevantes à análise. Nesta seção, é importante verificar se as relações sobre as quais o trabalho versou são observáveis na realidade ou não.

Ou seja, a seção final do trabalho, ainda que seja uma parte exploratória, em que foram analisados alguns condicionantes e funções dos Bancos Centrais nesses países (ainda que aproveitando-se dos conceitos já apropriados), é principalmente de pesquisa empírica e quantitativa, utilizando-se de uma coleta de dados em que variáveis foram relacionadas com o objetivo de responder a pergunta principal da pesquisa. Cotejando-se os números de um período

das taxas de juros reais dos quatro países analisados com os índices de distribuição de renda, e pondo essas comparações em contexto com as peculiaridades de cada país, desejou-se chegar mais perto de uma conclusão acerca da relação entre as duas variáveis.

2 POLÍTICA MONETÁRIA E DISTRIBUIÇÃO DE RENDA: ELEMENTOS CONCEITUAIS E OPERACIONAIS

Este capítulo tem por objetivo esclarecer os principais conceitos e procedimentos, no caso da política monetária abordados no trabalho. Para isso, busca-se o aporte teórico da ciência econômica, de modo a traçar panoramas sobre política monetária e distribuição de renda. Como a teoria econômica vê a política monetária? Dessa forma, quão importante é pensar na questão da desigualdade e como ela é medida? Respondidas essas questões, pode existir uma maior compreensão sobre os conceitos quando eles forem relacionados nos capítulos subsequentes.

Paralelamente, busca-se compreender como as teorias explicam esses fenômenos nos dias de hoje, pondo em discussão o Novo Consenso Macroeconômico e o regime de metas de inflação, que ganharam relevância teórica no fim do século XX. O entendimento desses fatores torna-se essencial para que o contexto atual não escape à análise. Senão vejamos:

2.1 A TEORIA E A POLÍTICA MONETÁRIA

A compreensão da política monetária não é simples. Uma abordagem geral sobre os conceitos que a caracterizam é, por consequência, essencial para que se possa relacionar dados sobre o andamento de políticas monetárias com outros indicadores, como os de distribuição de renda.

Segundo Carvalho et al. (2008), a política monetária deve ser entendida à luz das principais teorias e escolas econômicas, buscando definições e o entendimento de como ela afeta a economia. Essa compreensão passa por teses muito diferentes. Para os keynesianos e pós-keynesianos, por exemplo, ela é capaz de afetar os níveis de emprego no curto ou no longo prazo, isto é, a moeda não é neutra, e pode afetar os motivos e decisões dos agentes, fazendo da política monetária um método eficaz para alterar variáveis reais. Para Bauman e Gonçalves (2016), por exemplo, a política monetária é uma ferramenta à disposição dos governos para influenciar as oscilações causadas pelos ciclos econômicos, isto é, determinar a demanda agregada de modo que se ajuste o crescimento, sendo os Bancos Centrais os responsáveis por sua condução.

Os principais instrumentos de política monetária são três: fixação compulsória de reservas bancárias, determinação da taxa de juros das operações de redesconto e compra e venda de títulos

públicos (operações de mercado aberto). Os dois primeiros afetam a capacidade dos bancos comerciais de conceder crédito de curto prazo para satisfazer as necessidades das firmas e consumidores. E, no caso das primeiras, é diretamente proporcional ao volume de produto gerado pelas firmas, que afeta as decisões de produção (MANKIWI, 2008). Assim, fica evidenciada a dependência que a firma tem com o banco, uma vez que qualquer necessidade de recursos é fornecida por essa instituição, sob a forma de moeda (CARVALHO et al., 2008).

A compra e venda de títulos pode afetar decisões de investimento, uma vez que há um *trade-off* entre adquirir um ativo de capital (como, por exemplo, uma máquina) e um ativo financeiro (como, por exemplo, um título público ou privado). Para se adquirir um ativo de capital, a iliquidez deste deve ser compensada pela sua eficiência marginal de capital, ou a taxa de rendimento esperado. Uma menor taxa de redesconto e menor fixação de compulsório podem não bastar para estimular a tomada de crédito para investimento. Nesse caso, é necessária a recomposição de portfólios com objetivo de torná-los mais ilíquidos mas mais rentáveis. Também, é necessário que haja uma demanda reprimida de empresários anterior ao aumento de oferta de crédito bancário, disponibilizada pela diminuição da taxa de redesconto e compulsório, para que haja uma contrapartida produtiva, isto é, investimento (CARVALHO et al., 2008).

De acordo com a interpretação de Carvalho et al. (2008) de Keynes, a economia possui duas esferas de circulação de moeda: a industrial (moeda serve como meio de troca) e a financeira (moeda serve como ativo em si). A ação da política monetária para frear o desemprego consistiria em transformar moeda-ativo em moeda-meio-de-troca. Isto é, levar moeda da esfera financeira para a industrial, estimulando a composição de portfólios que contenham itens comercializados na circulação industrial (ilíquidos), mas que podem render lucros compensadores em relação aos juros oferecidos pelos ativos líquidos da circulação financeira. Como a política monetária não age diretamente na circulação industrial, e sim atua indiretamente na indução do vazamento de moeda nessa direção, o comportamento dos agentes importa, pois as decisões de recomposição de portfólio são baseadas em cálculos subjetivos, variáveis esperadas, cenários futuros. Então, a eficácia da política depende do comportamento dos agentes, que podem decidir por três vias: reter o acréscimo de moeda, comprar papéis financeiros e/ou comprar ativos de capital (CARVALHO et al., 2008).

Segundo Gremaud et al. (2006), a função de demanda por bens de capital exibe uma baixa elasticidade--juros, segundo a teoria dos velho--keynesianos, que vai ao contrário da teoria keynesiana. Uma política de gastos públicos, ou fiscal, causaria um efeito maior sobre o nível de

emprego, e não haveria necessidade de um esforço econômico tão grande como o de diminuir a taxa de juros.

Tobin contrariava essa teoria, utilizando-se do q de Tobin, um coeficiente que ajuda a entender como a política monetária pode afetar variáveis reais da economia. Ele é dado pelo valor de mercado das ações de uma firma dividido pelo custo contábil de seu capital. Considerando essas duas variáveis, é possível avaliar a atratividade de um investimento. Quando q é maior que 1, adquirir novos bens de capital é recompensador, se comparado com o valor de mercado da firma. Juntando isso com a política monetária, vê-se que um aumento na oferta de moeda faz com que haja mais recursos nas mãos dos agentes, o que aumenta o gasto agregado (CARVALHO et al., 2008).

Falando sobre os juros, Bianchi (1977) argumentava que eles são classificados pelos keynesianos como o preço da renúncia à liquidez, relacionando os preços atuais com os futuros. Dessa forma, fixa-se uma taxa de referência na economia que não é mais dada pela demanda por moeda. Ainda segundo Gremaud (2006), a taxa de juros real é esse preço com a correção monetária descontada. O comportamento da taxa determina escolhas dos agentes em relação a investimento (uma vez que existe o *trade-off* entre investir ou deixar o dinheiro aplicado), além do grau da dívida pública. Ademais, o juro é também renda para credores e saída de recursos para devedores, de modo que a taxa vigente tem poder de afetar muitos agentes em uma economia.

Criado por John Hicks e Alvin Hansen, o modelo IS-LM se propõe a expressar os movimentos básicos da macroeconomia, sendo a curva IS (*investment saving*) o conjunto de situações de equilíbrio no mercado de bens, e a curva LM (*liquidity preference money supply*) o conjunto de pontos de equilíbrio no mercado monetário, representadas no plano renda e taxa de juros (MANKIOW, 2008). Para os velho-keynesianos, a elasticidade-juros do investimento é muito baixa, de modo que a curva IS é basicamente vertical, fazendo da política monetária um instrumento ineficaz, e da política fiscal, um instrumento eficaz, situação conhecida como armadilha da liquidez (CARVALHO et al., 2008).

Ainda segundo Carvalho et al. (2008), a teoria monetarista se baseia nas premissas de que a moeda é não-neutra no curto prazo e de que há um tripé econômico, baseado na taxa natural de desemprego, na curva de Phillips de curto prazo e nas expectativas adaptativas. A taxa natural de desemprego corresponderia à taxa corrente de desemprego, caso não houvesse intervenção na política monetária da economia. Essa taxa representa um único ponto de equilíbrio em que todos

agentes econômicos têm as suas preferências satisfeitas. Nesse ponto de equilíbrio vigora apenas dois tipos de desemprego: desemprego friccional (temporário): trabalhadores estão na transição de um emprego para outro; e voluntário: o salário remunerado é menor que a satisfação das horas de lazer, e o trabalhador opta por não trabalhar.

A expectativa de inflação é baseada na expectativa para o período anterior, junto com o erro de cálculo do passado (ARESTIS, 2014). A taxa de desemprego corrente diminui em relação à taxa natural, pois trabalhadores pensam que o aumento do salário nominal corresponde ao aumento do salário real, pois eles formam suas expectativas de inflação com base nas informações do passado, e não percebem o aumento dos preços. Posteriormente, os trabalhadores descobrem, no momento da compra, que sofreram uma ilusão monetária (CARVALHO et al., 2008).

Seguindo nas diferentes perspectivas teóricas da política monetária, os novo--clássicos acreditam na sua ineficácia como política de aumento do produto. Uma das principais diferenças dos novo--clássicos em relação aos monetaristas era de que Robert Lucas, o principal teórico novo--clássico, acreditava que os agentes eram maximizadores de satisfação, otimizando as informações e não olhando só para o passado para formar expectativas, mas eram *forward-looking* também, ou seja, formando previsões do futuro na hora das tomadas de decisão. Para Lucas, ao saber que uma política econômica será implementada, os agentes econômicos se antecipam homogeneamente a ela, alterando suas expectativas e anulando o efeito de tal política, não modificando o nível de emprego (ARESTIS, 2014).

Em uma reedição da curva de Phillips (que mostrava a relação inversa entre inflação e desemprego), Lucas argumentou que, no curto prazo, a política monetária de surpresa pode gerar um aumento no emprego e no produto, mas que esse choque logo será corrigido e o emprego voltará ao nível anterior. No longo prazo, portanto, quando não há choques de demanda ou monetários, o produto da economia não pode ser alterado por políticas macroeconômicas, que apenas elevam o nível geral de preços (CARVALHO et al., 2008).

Como parte da teoria novo--clássica de que as decisões imprevisíveis dos governos geram incertezas e de que as políticas monetárias geram apenas inflação (Teoria Quantitativa da Moeda), passou a crescer na economia pós--1970 a ideia de que os Bancos Centrais deveriam ser independentes e de que os países deveriam agir de acordo com metas de inflação (KYDLAND; PRESCOTT, 1977). Assim, os Bancos Centrais teriam mais credibilidade, já que a política monetária estaria delegada a um agente confiável e preocupado unicamente com a inflação, e não

necessariamente com a expansão da produção, o que resultaria em uma tentativa de reação inócua. Economistas keynesianos e monetaristas, no entanto, discordam dessa tese (CARVALHO et al., 2008).

Segundo Oreiro e Neves (2008), o Novo Consenso Macroeconômico¹ da década de 1970, protagonizado pelas gestões liberais de Ronald Reagan nos Estados Unidos e de Margareth Thatcher no Reino Unido, trouxe a noção de que não haveria um *trade-off* entre desemprego e inflação no longo prazo, de modo que a política monetária deveria servir somente para a manutenção da estabilidade do valor da moeda, marcando o final de uma era de gestão keynesiana da política econômica dos países no pós-guerra. Nesse contexto, as taxas de juros passaram a ser vistas pelo *mainstream* como o instrumento principal de política monetária.

Para Sargent e Wallace (1975), o nível de preços fica indeterminado quando acontece a fixação dessa taxa, fazendo que a autoridade monetária ajuste a oferta de moeda. Taylor (1993) desenvolveu a teoria de que a autoridade fixaria uma taxa de juros que fosse uma resposta à inflação esperada, de modo que o nível de preços respondesse à queda do estímulo à liquidez. Paralelamente a essa mudança de percepção quanto à taxa de juros, a política monetária torna-se a principal ferramenta dos governos, por pouco afetar variáveis no longo prazo e por muito determiná-las no curto prazo.

Como mudança na dinâmica das classes sociais a partir dessa fase capitalista de financeirização, Stockhammer (2000) estabelece que enquanto os trabalhadores recebem seu salário e os capitalistas os lucros, uma nova classe surge: a dos rentistas, que recebem juros e

¹ Mikhailova e Piper (2012) tentam sumarizar os principais aspectos da literatura sobre o Novo Consenso Macroeconômico: "I - a longo prazo não há um *trade-off* entre inflação e desemprego, ou seja, se fosse traçada uma curva de Phillips relativa à economia no longo prazo, a mesma seria vertical. Assim sendo, admite-se que mudanças na demanda agregada não exercem influência sobre o nível de produto a longo prazo, apenas se refletindo sobre o nível de preços. Produto e emprego no longo prazo são determinados por fatores reais do lado da oferta; II - tal *trade-off* é válido no curto período, originando uma Curva de Phillips negativamente inclinada neste caso, e permitindo que a demanda agregada determine o produto real a curto prazo; III - a preocupação principal na condução da política econômica aparenta ser a estabilidade de preços. Apesar da aceitação de que a demanda agregada influencia o nível do produto real no curto prazo, verifica-se a não preocupação quanto ao direcionamento do nível da demanda agregada para fins de condução do crescimento econômico; IV - para a consecução do objetivo central do controle inflacionário, a orientação é de que a forma de política pública a ser adotada seja a monetária. A política fiscal pode ser encarada como de menor importância no campo do Novo Consenso Macroeconômico; V - opção pela regra, em detrimento da discricionariedade, na condução da política econômica, a qual, em conformidade com a exposição acima, resume-se à política monetária. A regra a ser seguida toma a forma de uma regra de Taylor; VI - os agentes formam suas expectativas de forma racional, avaliando e antecipando políticas do governo. Proclamam-se necessárias a independência da autoridade monetária nacional e a credibilidade e a transparência no uso do instrumental de políticas públicas. Por fim, pode-se acrescentar que a teoria relativa ao Novo Consenso Macroeconômico preza pela existência de uma âncora nominal, sob a forma, por exemplo, da adoção do regime de metas de inflação." (p. 7)

dividendos, além dos ganhos de capitais de suas ações. Esse processo, antes de mais nada, faz com que o capitalista opte por investimentos com ganhos mais imediatos que agradem aos acionistas, em detrimento de investimentos de capital fixo. Opta-se pelo crescimento financeiro no lugar do investimento no setor real da economia, o que gera impacto permanente no emprego. Ora, se esse impacto não fosse o bastante, a determinação da taxa de juros tem poder de influenciar a distribuição da renda de maneira a, além de ser instrumento, também ser mecanismo de transferência de renda para esse setor da população. Ou seja, uma mudança na política de juros tem poder de determinar o emprego, e, logo, a renda dos trabalhadores; o preço do crédito, e, logo, o grau de endividamento dos devedores; e o grau de retorno dos rentistas, fazendo com que a distribuição da renda se modifique.

Abre-se, a seguir, uma breve seção sobre o regime de metas de inflação, que serve como um dos critérios utilizados como escolha dos países analisados na pesquisa.

2.1.1 O regime de metas de inflação

O regime de metas de inflação é um mecanismo que começou a ser adotado na década de 1990, primeiramente na Nova Zelândia e no Canadá, e que tem como objetivo diminuir e estabilizar as taxas de inflação, utilizando-se uma meta periódica que deve ser atingida pelo Banco Central, cujo principal instrumento é a taxa de juros. Quando a inflação se projeta acima da meta, o Banco Central tem o dever de acionar a taxa de juros para conter o crédito e desestimular os investimentos, desaquecendo a demanda agregada da economia para que a inflação ceda (CARVALHO et al, 2007). Ora, é mister lembrar que esse regime falha ao não identificar choques inflacionários do lado da oferta (como supersafras ou problemas de custos) e forçar a taxa de juros a subirem mesmo assim, contendo a demanda em momentos de muita oferta e provocando efeitos adversos na economia (KANCZUK, 2004). De qualquer maneira, foi um sistema altamente difundido a partir do século XXI, e que tem o poder de determinar, em grande medida, o nível da taxa de juros.

Sobre o regime de metas de inflação e seu surgimento histórico, Carvalho et al. (2008) argumentam:

O sistema de metas de inflação tem como ponto de partida dois pressupostos. O primeiro está relacionado ao fracasso do regime de regras de expansão monetária *à la* Friedman (...), com destaque para as dificuldades enfrentadas pela política monetarista adotada pelo Federal Reserve (FED) nos EUA a partir de 1979, em função, principalmente, da

impossibilidade de se prever o comportamento da demanda por moeda em um sistema financeiro caracterizado por inovações financeiras e mobilidade de capitais. O segundo é o pressuposto teórico (...) de que a política monetária é inócua para afetar variáveis reais da economia de forma duradoura, como os níveis de produto e emprego, tomando como base a hipótese de uma taxa natural de desemprego, determinada por fatores reais e institucionais e, portanto, longe da influência da política econômica. Consequentemente, a adoção do regime de metas de inflação tem como característica o reconhecimento explícito de que o objetivo da política monetária é a manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável (p. 140).

Assim, um ponto ou uma banda é anunciado como objetivo geral da economia. Isso aprimoraria a comunicação com o público e mostraria credibilidade aos mercados (TELES; NEMOTO, 2005). Prestações de contas e relatórios frequentes sobre a inflação são recomendados ao Banco Central. Isso reduziria a incerteza quanto ao futuro da inflação, trazendo para o ambiente econômico transparência e uma certa flexibilidade à política de juros. Por conseguinte, a política fiscal deve ser submetida à monetária, já que a existência de déficits poderia gerar descontrole na emissão monetária, causando recrudescimento do aumento de preços (GOODFRIEND, 2007).

Mishkin (2000) argumenta que o regime de metas de inflação tem vantagens e desvantagens para a economia. Ainda que aumente a credibilidade da autoridade monetária e promova a convergência das expectativas em torno da inflação, a rigidez do regime em relação a problemas como choques de oferta faz com que se comprometa o crescimento econômico e se opte por políticas recessivas mesmo quando uma maior análise dos problemas econômicos apontaria para outra solução. Além disso, o autor argumenta que o fato de o Consenso Macroeconômico exigir o câmbio flutuante deixa o país mais vulnerável a ataques especulativos e evasões de divisas, além de críticas a defasagem entre a inflação e a implementação da política monetária.

No Brasil, o regime é adotado desde 1999, e as metas são definidas pelo Conselho Monetário Nacional, composto pelo Ministro da Fazenda, o Ministro do Planejamento e o Presidente do Banco Central. O Brasil utiliza um índice cheio (o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo - IPCA, que inclui até preços administrados) e uma meta com aproximadamente 2% de margem para piso e teto. O Comitê de Política Monetária do Banco Central se reúne periodicamente para definir a taxa de juros condizente com o cumprimento da meta de inflação (BRAGA; PEREIRA, 2014).

No manual de Carvalho et al. (2008) põe-se que

"os defensores da adoção de metas de inflação, apoiados na hipótese da taxa natural de desemprego, na curva de Phillips expectacional e no chamado *viés inflacionário* acreditam

que o principal papel da política monetária é a manutenção de uma taxa de inflação baixa e estável; acreditam ainda que essa política não é um instrumento que pode estimular o investimento e, conseqüentemente, reduzir o desemprego. Postulam que uma política monetária que aumente a liquidez da economia (...), objetivando estimular o crescimento, somente pode causar efeitos reais passageiros e efeitos inflacionários permanentes (...) Assim sendo, a política monetária não deve ser usada para estimular o crescimento econômico de um país." (p. 144)

Para eles, o crescimento depende de fatores reais, e não de fatores monetários. Alguns economistas, no entanto, acreditam que, mesmo com a existência de uma taxa natural de desemprego e da curva de Phillips, o regime não seria adequado, justamente por ser um desestímulo a esse crescimento produtivo, baseado no investimento. Segundo a teoria de Keynes, a taxa de juros baixa é necessária para estimular o investimento produtivo em detrimento do especulativo, que se torna atraente em contexto de juros altos, que, por sua vez, são a tendência sob o regime de metas de inflação. A política monetária estimularia os *animal spirits* dos empresários, fomentando o emprego e o crescimento, ignorados pelos Bancos Centrais (ARESTIS, 2004).

Alguns economistas criticam o fato de o Brasil ainda seguir esse regime até os dias de hoje, argumentando que a gestão monetária escolheu a estabilidade de preços a qualquer custo, em detrimento do crescimento (MARTINS, 2014). Não há argumentos empíricos sólidos o suficiente para se argumentar que o regime e os Bancos Centrais independentes trouxeram benefícios aos países que os adotaram, muito em consequência do fato de que os países que adotaram o regime vinham em uma tendência de desinflação e desaquecimento (CARVALHO et al., 2008).

2.2 A TEORIA E A MENSURAÇÃO DA DISTRIBUIÇÃO DE RENDA

Durante esta subseção, abordar-se-á teoria sobre a distribuição de renda, uma ramo teórico que tende a estar relegada a segundo plano dentro da sabedoria econômica, pelo menos até o trabalho de Piketty (2013). Sua relação com variáveis como crescimento e desenvolvimento, no entanto, não pode ser ignorada, uma vez que é indissociável e mesmo imprescindível para o bem-estar social de um país. Nesta subseção, busca-se esclarecer a importância da distribuição de renda e mostrar como ela pode ser mensurada.

Hoffmann (1998) expõe os principais conceitos relacionados ao tema da distribuição de renda, e cita como medidas relevantes as estatísticas de tendência central, a dispersão e a assimetria. A medida de tendência central é um valor em torno do qual se agrupam os valores observados de

distribuição, sendo a mediana, a moda, ou a média (aritmética ou geométrica) usadas, dependendo do critério de otimização. As medidas de dispersão representam o quão espalhados estão os valores da distribuição: a amplitude considera os dois valores extremos; a variância é a média dos quadrados dos desvios em relação à média da distribuição; o desvio padrão é a raiz da variância; e o desvio médio é média dos desvios padrões. Esses dados mostram quão dispersos estão os valores da média. Já a medida de assimetria é positiva quando há mais termos abaixo da média do que abaixo da mediana, e vice-versa quando é negativa.

Medeiros (2012) define a Curva de Lorenz como um dos instrumentos mais importantes de medida de desigualdade. É uma curva formada pelo ligamento dos pontos que correspondem aos valores da proporção acumulada da população relacionados aos valores da proporção acumulada da renda total recebida. Isto é, ela mostra como a proporção da renda total aumenta em função da proporção da população, considerando rendas crescentes *per capita*. O autor ainda argumenta que

as curvas de Lorenz representam exclusivamente a desigualdade relativa, ou seja, são indiferentes ao nível da distribuição (...) Nesse gráfico, um eixo representa as frações acumuladas da população e outro representa as frações acumuladas da riqueza total. (...) Uma maneira intuitiva de entender o nível de desigualdade em uma distribuição a partir da Curva de Lorenz é pensar que, quanto mais distante da Linha da Perfeita Igualdade estiver a curva, isto é, quanto mais pronunciado for o arco da curva, mais desigual será a sociedade. Se, por exemplo, toda a renda fosse apropriada por uma única pessoa da sociedade, a Curva de Lorenz se manteria no nível zero (renda acumulada zero), ao longo do eixo horizontal, até a penúltima pessoa, e bruscamente saltaria para a renda acumulada igual a cem por cento na última pessoa, formando um arco que teria na verdade o formato de um L invertido da direita para a esquerda. Uma curva com esse formato é também conhecida como Curva da Desigualdade Máxima. Essa interpretação intuitiva é importante porque ajuda a entender não só o que significa dominância de Lorenz, um conceito importante para comparar a desigualdade de duas distribuições, como também o que é o índice de Gini, provavelmente a medida mais conhecida no campo dos estudos sobre desigualdade (p. 51-55).

Ou seja, a partir dessa medida de desigualdade, surge outro principal instrumento de medida: o índice de Gini, elaborado por Corrado Gini, em 1914, que se calcula como uma razão das áreas no diagrama da curva de Lorenz. Consiste em um número entre 0 e 1, em que 0 corresponde à completa igualdade (no caso do rendimento, por exemplo, toda a população recebe o mesmo salário) e 1 corresponde à completa desigualdade (em que uma pessoa recebe todo o rendimento, e as demais nada recebem) (MEDEIROS, 2012).

Para calcular o índice de Gini, divide-se a área entre a linha de perfeita igualdade e a curva de Lorentz pela área total abaixo da linha de perfeita igualdade. É o coeficiente mais conhecido,

medindo a desigualdade relativa, e não a concentração. Devido à sua popularidade, é usado sob diferentes recortes dentro da população, como de escolaridade, gênero, etnia, ou mesmo para comparar diferentes regiões de países (MEDEIROS, 2012).

Hoffmann (1998) sustenta que a análise da distribuição pode se basear em diferentes dados, dependendo de seu objetivo. Por exemplo, pode-se analisar o rendimento do trabalho da população economicamente ativa para analisar o mercado de trabalho. Quando o objetivo é medir o bem-estar, a renda familiar é mais adequada, já que há pessoas que não trabalham mas mesmo assim podem obter renda. O rendimento, no entanto, pode não ser um bom indicador de bem-estar, que pode estar aliado a outras questões, como saúde e educação, além do fato de que há pessoas que podem não entrar no cálculo. Ademais, as rendas dos ricos tendem a ser sub-declaradas para evitar o pagamento de impostos. A inflação pode também causar ruídos nas declarações de renda auferida. Assim, Hoffmann (2001) argumenta que

é provável que a importância da educação como determinante do rendimento das pessoas e da sua desigualdade esteja superestimada nas análises econométricas, simplesmente porque não se dispõe de boas medidas para vários outros determinantes da renda, que estão positivamente correlacionados com a escolaridade. Mas, o aumento da escolaridade também é um objetivo em si, considerando-se que ela favorece a participação mais plena do cidadão na economia e na sociedade modernas. Assim, apesar das divergências teóricas, há um consenso sobre a necessidade de aumentar rapidamente a escolaridade no país (p. 73).

Problemas relacionados a medidas de pobreza com base em dados de renda são de que uma renda considerada baixa nem sempre indica uma condição de vida ruim (e, por isso, não significa necessariamente um estado de pobreza), e a ausência de um critério claro para estabelecer a linha de pobreza. O procedimento usual para determinar a linha de pobreza é obter o valor de uma cesta de alimentos que atenda às necessidades nutricionais da família, levando em conta os alimentos usuais das famílias de baixa renda. Depois esse valor é multiplicado por um coeficiente (em vista dos custos de moradia, vestuário, saúde, etc). A solução ideal para lidar com estudos de pobreza ao longo do tempo seria utilizar uma linha cujo valor real crescesse, refletindo o aumento de despesas exigido pelas novas condições de vida (MEDEIROS, 2012).

É importante ressaltar que desigualdade não é o mesmo que concentração: enquanto desigualdade envolve relacionar proporção (de renda) com proporção (da população), concentração envolve relacionar proporção com número. No setor industrial, costuma-se dizer que o setor é concentrado quando há um oligopólio (HOFFMANN, 1998).

Seguindo para outros conceitos teóricos, temos a distribuição funcional da renda, que analisa a distribuição entre os fatores de produção, e integra parte da análise econômica de preços relativos, emprego e produto. Baseia-se nos conceitos de empregos de fatores de produção – terra, trabalho e capital – e as taxas de remuneração dos serviços – aluguéis, salários e lucros. Já na distribuição pessoal da renda, as decisões-chave que determinam a renda no curto prazo podem ser analisadas como casos particulares do problema de otimização das famílias: poupança familiar, investimento em capital humano ou compra de educação para os filhos, etc. são determinados por sinais de preços. As representações de distribuição de renda pessoal podem se dar por ferramentas estatísticas, tais como Diagrama de Pareto e Curva de Lorenz (HOFFMANN, 2001). A teorização, no entanto, sobre a distribuição pessoal da renda é bem mais recente (SAHOTA, 1977).

Cowell (2007) considera que o tema da distribuição está voltando a ser prestigiado devido aos avanços da teoria econômica e da distribuição de renda interpessoal. A distribuição de renda é uma área de estudo muito interligada com a economia do bem-estar e com o relacionamento com a teoria da informação. Para Cowell, a renda tem dois principais papéis: como uma proxy para uma economia de bem-estar social e como comando sobre os recursos. Ademais, uma maior distribuição de renda pode trazer externalidades positivas para uma economia, uma vez que existe uma maior propensão marginal ao consumo das camadas mais pobres da população, fazendo que uma distribuição mais equitativa da renda seja um estímulo ao consumo, e, logo, ao investimento.

Arbix (2006) ressalta que a redução da desigualdade é essencial para a diminuição da pobreza, e ainda mais que o crescimento, uma vez que proporciona à economia mais dinamicidade via consumo. Barros et al. (2006) reforçam esse argumento, mostrando que a queda de desigualdade no Brasil no começo do século XXI foi grande indutora inclusive do próprio crescimento. O país apresentou uma queda recorde da desigualdade de 2001 a 2006, resultado de fatores vinculados tanto ao mercado de trabalho quanto a questões de proteção social.

Para Sant’Anna et al. (2010), políticas de distribuição de renda, somadas a maior escolaridade da população e valorização do salário mínimo, fez com que houvesse um acréscimo no consumo de uma gama de produtos intensivos em trabalho. Esses produtos, que são mais demandados por essa classe ascendente, exigiram investimentos que empregassem trabalhadores menos qualificados, causando um acréscimo adicional ao emprego e, portanto, à diminuição da desigualdade. Os autores criam um exercício contrafactual que comprova que haveria 2,6 milhões de empregos a menos no Brasil caso o crescimento entre 2001 e 2008 fosse distribuído de forma

igual aos decis da população, e não de forma decrescente quanto mais rico o decil, como aconteceu de fato.

A curva de Kuznets, de 1955, foi um aparato teórico que argumentou que a desigualdade aumentava nos primeiros estágios do desenvolvimento e diminuía nas fases finais, como em um *U* invertido, denotando uma acumulação sucedida de um maior poder de barganha dos trabalhadores ao longo do processo de desenvolvimento (NUROGLU; KUNST, 2017). O desenvolvimento capitalista exigiria um certo grau de acumulação para que o desenvolvimento acontecesse, mas esse crescimento seria posteriormente distribuído nas fases finais do desenvolvimento.

Segundo Cunha (2007), o desenvolvimento econômico, apesar de apresentar inúmeros benefícios, traz efeitos adversos para a distribuição de renda. Nas palavras do autor,

A evidência do desenvolvimento acarreta consigo as desigualdades sociais e seus rebatimentos no espaço geográfico, assim, as inovações e, portanto, seus ambientes inovadores, constituem um substractum de análises de contradições que subvertem qualquer evento natural de equilíbrio de forças ou de distribuição sócio-espaço-temporal dos rendimentos apresentados neste cenário, com implicações originadas no íntimo das ciências econômicas e com reflexos na formação sócio-espacial. Cabe às estratégias de desenvolvimento regional e às políticas de justiça social, a tarefa de tornar estas desigualdades menos intensas, mesmo que substancialmente contraditórias sejam as relações que a justificam (p. 8).

É contraditório então que o Índice de Desenvolvimento Humano seja calculado levando em conta o índice de Gini (ou seja, a distribuição de renda) (PAIVA BUENO, 2009), uma vez que o processo de desenvolvimento pode provocar essa redistribuição regressiva da renda. Haveria essa fase em que os países ainda não desenvolvidos teriam que conviver com uma desigualdade de renda maior.

Piketty (2013) reforça que a renda é mais concentrada no capital do que no trabalho, e chega a argumentar: "O mais assombroso é que, em todas essas sociedades, a metade mais pobre da população não possui quase nada: os 50% mais pobres em patrimônio detêm sempre menos de 10% da riqueza nacional, e geralmente menos de 5%" (p. 329), chamando atenção para o fato de que mesmo as sociedades desenvolvidas já apresentarem grande desigualdade de renda no século XXI, e chega a alertar para uma "sociedade de rentistas" que o futuro pode aguardar, além de chamar atenção para os superexecutivos, que obtêm uma renda tão alta que puxam os rendimentos do 1% mais rico para cima. Dessa forma, Piketty nega Kuznets, ao afirmar que o capitalismo tende a uma concentração crescente da renda quanto mais avança, e um certo grau de regulação seria necessário

para que esses efeitos se atenuassem.

2.3 CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES

Ao final desse capítulo, podemos chegar a algumas conclusões quanto a nossa pesquisa. Primeiramente, a de que a política monetária é uma questão pouco ou nada consensual dentro do arcabouço teórico econômico. Economistas ortodoxos e heterodoxos têm visões diametralmente opostas em relação ao tema, e é por isso que, durante o próximo capítulo, faz-se uma revisão bibliográfica sobre o que já existe de teoria que tenha ligado o tema com a distribuição de renda, sob uma divisão de autores mais ligados à ortodoxia ou à heterodoxia. Em segundo lugar, verificamos o papel da taxa de juros nessa discussão: a taxa de juros, nos dias de hoje, é o principal instrumento de política monetária (além de ser parâmetro de distribuição de renda), principalmente a partir do chamado Novo Consenso Macroeconômico, que viria a introduzir também o regime de metas de inflação.

Para além de um regime para lidar com a estabilidade de preços, o regime de metas de inflação mudou radicalmente a maneira de fazer política monetária nos países que o adotaram, obrigando a taxa de juros a sempre mirarem a inflação esperada. O regime pode gerar distorções, como o estímulo a juros altos, e, portanto, a poucos investimentos produtivos, desemprego elevado e o crescimento de uma classe rentista na população, apesar de prezar pela estabilidade monetária.

Em seguida, buscou-se abordar a distribuição de renda através de suas principais medidas. Nessa seção, procurou-se entender por que a distribuição de renda é relevante para a economia, visto que está relacionada com bem-estar, educação, e, como no caso recente do Brasil, pode significar um acréscimo de crescimento econômico. De uma forma ou de outra, a distribuição de renda está ligada com o desenvolvimento econômico, ainda que haja diferentes abordagens para essa relação.

Finalmente, buscou-se na teoria um aporte em relação a causas e efeitos da distribuição e sua relação com o desenvolvimento. Há uma oposição na teoria econômica em autores como Kuznets e, mais recentemente, Piketty, quanto à trajetória do grau de desigualdade social no desenvolvimento capitalista. Ainda existe discordância inclusive quanto à relevância ou não ao tema da desigualdade.

3 POLÍTICA MONETÁRIA E DISTRIBUIÇÃO DE RENDA: REVISÃO DA LITERATURA

No capítulo anterior, buscou-se apresentar, dentro das vertentes do pensamento econômico, como são compreendidas, de forma separada, a política monetária e a distribuição de renda. Nessa apropriação conceitual, pôde-se entender os processos históricos que influenciaram a ciência econômica a lidar com os temas de maneiras diferentes.

Após essa discussão dos conceitos, torna-se necessário investigar o que a literatura acadêmica atual tem produzido sobre a relação entre política monetária e distribuição de renda, isso é, como uma influencia a outra. É verdade que produções acadêmicas que relacionem os dois fatores são relativamente novas e, principalmente, fazem parte do arcabouço das teorias heterodoxas. Ainda, muitas vezes os estudos fazem relações indiretas, abordando o tema da política monetária e distribuição via crescimento ou taxa de inflação, por exemplo.

Uma vez que existem diferentes canais que ligam as duas variáveis, é importante que se possa conhecer os resultados que outros autores encontraram em seus estudos da relação. Busca-se, com esse capítulo, portanto, entender que movimentos são identificados atualmente na relação, sob os enfoques heterodoxo e ortodoxo, para que a parte empírica da pesquisa, conduzida no próximo capítulo tenha uma maior base explicativa para a compreensão dos resultados.

3.1 A ABORDAGEM HETERODOXA

A abordagem heterodoxa, uma vez que em seus modelos há o pressuposto de que a moeda não é neutra no curto ou no longo prazo, isso é, que ela afeta os níveis de renda para distintos intervalos temporais, apresenta um número maior de estudos que relacionam política e monetária e distribuição de renda. Autores heterodoxos partem de premissas que fazem com que as duas variáveis sejam mais facilmente relacionadas. Isso não quer dizer, no entanto, que os resultados ou mesmo todos os pressupostos sejam iguais. Além de existirem diversas escolas dentro do grupo da heterodoxia, buscou-se encontrar autores que utilizaram métodos diferentes de pesquisa, para que se formasse um panorama teórico e empírico amplo.

Buscaram-se autores que oferecessem variação das direções tomadas pela política monetária ao longo do tempo. Assim, em uma tentativa de explicar as tendências da política

monetária no século XX, Argitis e Pitelis (2001) apontam a mudança na ênfase macroeconômica em direção ao controle da inflação na década de 1970 (ou o já visto Novo Consenso Macroeconômico). Isso aconteceu em detrimento de políticas que mantivessem o emprego, como um movimento que forçava taxas de juros tão altas que a distribuição de renda foi amplamente afetada em direção a uma sociedade mais desigual, com perdas para a classe trabalhadora. Niggle (1989) argumenta que essa realidade se observa nos Estados Unidos desde a década de 1960, enquanto Arestis e Howells (1994) argumentam que o mesmo passou a acontecer no Reino Unido a partir dos anos 1980. Via-se no mundo uma tendência no sentido dessa nova ordem a partir desse momento histórico específico, que se intensificaria nos anos seguintes.

Indo nessa mesma direção, Thorbecke (1997) discute as consequências de uma política monetária anti-inflacionária em termos de redução do crescimento, utilizando os Estados Unidos da década de 1980 como objeto de análise. Em primeiro lugar, ressalta que as indústrias sensíveis às taxas de juros, como produtores de bens duráveis, além de trabalhadores de baixa renda com acesso ao crédito, seriam desproporcionalmente afetados, enquanto rentistas e emprestadores seriam beneficiados. Os rentistas prefeririam que a taxa de emprego não fosse tão alta para não aquecer a economia e não provocar, conseqüentemente, inflação. A influência dessa classe nas decisões de política monetária, portanto, não é um fator a ser ignorado.

Os efeitos sobre a distribuição de renda são magnificados por características dos diferentes grupos sociais. Segundo dados analisados pelo autor, nos Estados Unidos, durante períodos caracterizados por políticas monetárias contracionistas, o desemprego aumenta o dobro para negros e hispânicos em relação aos brancos. Thorbecke (1997) indica outras consequências sociais de políticas monetárias austeras, afirmando que a contração monetária em um quadro recessivo tende a afetar mais as empresas menores. Concomitantemente, trabalhadores qualificados têm menor tendência a serem desempregados.

Além desses aspectos, o autor ressalta que os custos das políticas expansionistas para a inflação não são mais tão relevantes, visto que a competição internacional faz que os preços não se acelerem tão rapidamente. O autor conclui lembrando que há economistas que advogavam uma recessão propositalmente causada pela política monetária para acabar com a inflação (à época de 3%) nos Estados Unidos. Argumenta, no entanto, que o Federal Reserve dos Estados Unidos, se fizesse um esforço para diminuir o desemprego, beneficiaria famílias de baixa renda, minorias sociais e empresas menores, provocando maior coesão social (THORBECKE, 1997).

Argitis e Michopoulou (2010) têm como objetivo demonstrar, em um modelo pós-keynesiano e kaleckiano, e utilizando-se de testes econométricos, como a política monetária pode influenciar negativamente o consumo e a distribuição de renda. Os autores partem do princípio de que a distribuição tem impacto sobre a demanda agregada, já que ela depende da propensão marginal a consumir e da renda total de cada grupo social. Basicamente, segundo o modelo, quando os rentistas ganham mais, os empresários diminuem os salários reais de seus empregados, de modo a garantir a manutenção de sua taxa de lucro.

Os autores, se valendo da teoria de Keynes, argumentam que, em uma economia de livre mercado, mesmo que os rentistas possuam mais poupança, não a deixam disponível para que os capitalistas possam realizar investimentos satisfatórios e aumentar sua capacidade produtiva de modo a gerar um equilíbrio que também favoreça os trabalhadores. Ou seja, a poupança financeira, sob uma perspectiva keynesiana, não gera investimento e, portanto, desestabiliza a economia. Os autores concluem que a política monetária tem influência sobre a distribuição funcional da renda, e que mudanças institucionais devem ser feitas nas economias de modo a manter as taxas de juros baixas para que o impacto da renda dos rentistas diminua na economia.

Segundo os estudos de Arestis e Howells (1994), que analisam a distribuição de renda no Reino Unido, o impacto das mudanças nas taxas de juros nos setores depende das participações desses na propriedade dos ativos remunerados a taxas flutuantes. Não é suficiente dizer que poupadores ganham e os devedores perdem quando as taxas de juros sobem. A maioria das unidades é simultaneamente possuidora de ativos e de dívidas, e os possuidores de ambos podem variar substancialmente ao longo do tempo.

Para os autores, desde Kalecki é consenso entre economistas heterodoxos que os efeitos distributivos das taxas de juros dependem diretamente das respostas do *mark-up*² às taxas de juros. Seguindo essa ideia, a política monetária seria ao mesmo tempo injusta e ineficaz na medida em que as grandes firmas no setor de preços fixos da economia (em geral de produtos manufaturados) teriam poder suficiente para resistir aos efeitos de um aumento nas taxas de juros que esperam continuar nos períodos seguintes. Ao contrário, as pequenas firmas no setor de preços flexíveis onde as forças competitivas ainda atuam encontram tanto os lucros quanto os investimentos reduzidos por uma política monetária apertada.

² *Mark-up* é a margem que as firmas fixam acima dos custos, ou seja, quanto do preço do produto está acima de seu custo de produção, sob a hipótese de que têm uma vaga ideia de sua demanda e do custo de cada produto (FERGUSON, 1976).

Nessa mesma direção, as teorias pós-keynesianas da distribuição de renda de Asimakopulos (2015) contêm dois fatores principais: a independência do investimento, baseado em decisões anteriores e em propensões a poupar; e uma maior propensão a poupar dos lucros do que a dos salários. Existe, além disso, uma distinção entre teorias que tratam dos determinantes da taxa de lucro, e aquelas que discutem o nível de lucro e a participação nos lucros na renda. As primeiras estão sujeitas a situações de equilíbrio de longo prazo, com possíveis comparações com outras teorias da distribuição de renda, como as neoclássicas. Já as últimas se concentram em situações de curto prazo, por meio de teorias keynesiana e kaleckiana da demanda efetiva, em análise de economias sem equilíbrio geral, com futuro incerto e possibilidade de decisões de investimentos se mostrarem equivocadas. Para Asimakopulos, Kalecki deixou clara a dependência do nível de lucros dos gastos capitalistas, introduzindo elementos microeconômicos, como o *mark-up* e o nível de monopólio, em sua teoria da distribuição, assim como uma distinção entre a natureza da formação dos preços nos setores manufatureiros e nos setores de *commodities*, e a importância de fatores institucionais como o poder dos sindicatos e a competição interindustrial. O nível de lucros, portanto, dependeria do investimento e dos gastos de consumo dos capitalistas.

Para Kregel (1978), a teoria pós-keynesiana da distribuição enfatiza o papel do investimento, emprego, crescimento e preços na divisão da renda nacional. Contrasta assim com a teoria ortodoxa ao mostrar que a renda nacional pode ser explicada independentemente de qualquer relação direta com a produtividade individual ou de uma classe em particular. As diferenças de renda não seriam resultados naturais, mas resultados de decisões políticas e sociais. Ao mesmo tempo, ao explicitar a relação entre crescimento, distribuição e preços, a teoria sugere que existe uma relação entre o ritmo de crescimento da economia, a distribuição de renda entre a classe poupadora e a não-poupadora e o nível de preços. A abordagem pós-keynesiana sobre a distribuição de renda toma como ponto de partida as proposições de Keynes em sua teoria e do emprego. Partindo, em síntese, da proposição de que o nível de oferta e emprego como um todo depende do nível de investimento, se aponta que o nível de investimento não determina apenas o emprego e a oferta, mas também a distribuição da renda nacional entre salários e lucros.

Assim, por exemplo, pode-se afirmar que essa distribuição é espelhada na divisão da oferta entre bens de capital e bens de consumo. Uma maior proporção do investimento no total da oferta de bens, causando um maior emprego no setor de bens de investimento do que no de bens de salário, leva a uma maior participação dos lucros em relação aos salários na renda nacional. Outro

importante marco para a análise pós-keynesiana se encontra na teoria kaleckiana de que as firmas determinam suas margens de forma que os preços devem estar sempre acima dos custos, refletindo o nível de monopólio. Dado o nível de preço acima dos custos, a divisão da renda nacional entre salários e lucros seria determinada pelo equilíbrio entre o nível de emprego e o nível de lucros esperados.

Dafermos e Papatheodorou (2015) constroem um modelo do tipo baseado em agentes (*agent-based*) que analisa quatro canais de transmissão dos efeitos da política monetária: rendimentos de juros, emprego, realocação de portfólio e endividamento de famílias. A simulação do modelo mostrou que políticas monetárias expansionistas, mesmo que com resultados contraditórios no curto prazo, reduzem a desigualdade de renda no longo prazo por causa do canal do emprego, citado pelos autores como o mais relevante.

Ampudia et al. (2018) analisam a distribuição de renda e riqueza das famílias europeias após as políticas de juros baixos e *quantitative easing*³. Apesar de apontar para alguns efeitos adversos de tal política para a distribuição de renda, os autores concluem que os efeitos positivos, ou seja, de redução da desigualdade de renda e riqueza, são os que predominam. Com a expansão da demanda agregada, e com uma diminuição do desemprego, as famílias mais pobres tendem a ser beneficiadas relativamente às mais ricas.

A pesquisa de Hein e Schroder (2011) analisa a taxa de juros de longo prazo em relação à utilização da capacidade ociosa em um modelo pós-kaleckiano de distribuição e crescimento, tendo como objeto de estudo os Estados Unidos e a Alemanha de 1960 a 2007. Chegou-se à conclusão de que um aumento na taxa de juros de longo prazo provoca uma redistribuição funcional de renda em direção do capital, em detrimento da renda dos trabalhadores. Os autores, além disso, afirmam que políticas baseadas em metas de inflação vêm apresentando resultados negativos às economias ao produzir maiores pagamentos de juros em relação ao capital, provocando menor crescimento do PIB, menor utilização da capacidade instalada e aumento da desigualdade de renda.

Galbraith, Giovannoni e Russo (2007), em uma análise das motivações do Federal Reserve dos Estados Unidos de 1984 a 2003, afirmam que a taxa de juros não se pautou nem pela inflação alta nem mesmo, por outro lado, pelo desemprego alto, e sim foi fixada de forma a aumentar a taxa

³ O *quantitative easing* é uma prática de política monetária adotada por alguns países desenvolvidos para estimular o crescimento por meio de aumentos nos títulos de longo prazo no balanço dos Bancos Centrais, por meio de compra de títulos e injeção de moeda na economia, de modo incentivar a criação de crédito e a estimular o consumo, reduzindo as taxas de juros de longo prazo (BLINDER, 2010).

quando se entendia que o país poderia se aproximar de uma situação de pleno emprego; uma variável real, portanto. O FED não agiu de modo contracíclico, no entanto, quando o desemprego estava alto. Os autores afirmam que a relação entre emprego e inflação não é direta, como se poderia concluir pela Curva de Phillips, atentando para períodos da história estadunidense em que houve pleno emprego sem um aumento consequente nos preços. Os autores afirmam também que decisões de política monetária têm consequências para a desigualdade, e que esse fator deveria ser levado em consideração, uma vez que os trabalhadores em geral absorvem os “choques” econômicos, e que a desigualdade de renda costuma, segundo os autores, preceder crises. Finalmente, o trabalho mostra que o Federal Reserve agiu, ao longo da história, de modo a adotar políticas contracionistas em anos em que candidatos democratas poderiam ser reeleitos e expansionistas em anos de possíveis reeleições de republicanos, de modo a negar o argumento de que Bancos Centrais são apolíticos e puramente técnicos.

Coibion et al. (2017) analisaram os canais pelos quais a política monetária afeta a distribuição nos Estados Unidos a partir de uma coleta de dados microeconômicos (*micro-level data*), argumentando que políticas contracionistas fizeram com que aumentasse a desigualdade de renda e de consumo. Segundo eles, pode-se afirmar que os choques monetários são um componente relevante para explicar a desigualdade de renda estadunidense. Os autores indicam que a renda aumenta para a parcela mais rica da população e diminui para a mais pobre de maneira desproporcional quando Bancos Centrais implementam políticas monetárias desinflacionárias, uma vez que não houve esforço, para Coibion et al., de incluir recomendações heterodoxas na política econômica.

De maneira análoga, Inui, Sudo e Yamada (2017) analisaram a distribuição de renda no Japão a partir de políticas monetárias expansionistas, de 1981 a 2008 por meio de uma coleta de dados microeconômicos. Os autores argumentam que, a partir dos anos 2000, não foi possível observar um efeito da política monetária na distribuição da renda, devido à alta flexibilidade do mercado de trabalho japonês, fazendo que os choques sejam absorvidos sem apresentar grandes efeitos distribucionais entre trabalhadores.

Fourceri, Loungani e Zdzienicka (2018) fizeram uma pesquisa empírica sobre decisões inesperadas de política monetária em 32 países desenvolvidos e em desenvolvimento durante o período de 1990 a 2013. Com a pesquisa, os autores chegaram à conclusão de que políticas monetárias expansionistas reduzem a desigualdade, argumentando que o efeito no índice de Gini

seria persistente no curto e no médio prazos. Chamam a atenção, no entanto, para a conclusão de que o efeito pode variar de país para país, uma vez que o nível de desigualdade de renda inicial difere muito dentro da amostra, junto com a participação do trabalho na renda. De forma geral, o efeito é maior em países em que a porcentagem de renda detida pelos salários é maior e naqueles onde há políticas insignificantes de redistribuição de renda.

Oreiro e Neves (2009) propõem um modelo macrodinâmico de terceira geração, isto é, que tenta integrar os aspectos real e monetário da teoria pós-keynesiana num arcabouço dinâmico caracterizado pela existência de não-linearidades, no qual o Banco Central opera um regime de metas de inflação, mas em que a inflação resulta de um conflito distributivo entre salários e lucros, e a política monetária tem um efeito permanente sobre as variáveis reais da economia, notadamente a taxa real de juros de equilíbrio de longo prazo do sistema. Dessa forma, argumentam que o sistema de metas de inflação não é, *per se*, incompatível com os princípios teóricos pós-keynesianos, e, portanto, a definição da meta de inflação de longo prazo tem efeitos significativos sobre a distribuição de renda entre salários e lucros. Mais especificamente, no modelo fica explícito que uma elevação da taxa real de juros de curto prazo gera um aumento da participação dos lucros na renda em conjunto com uma redução da taxa real de juros de equilíbrio de longo-prazo. Segundo os autores,

(...) a questão da definição da meta de inflação não é um problema puramente técnico, mas envolve um problema de economia política. Isso porque se, por um lado, os trabalhadores tendem a ganhar com uma redução da meta de inflação haja vista que tal variação está associada a uma redução da participação dos lucros na renda no equilíbrio de longo-prazo; por outro lado, a elevação resultante da taxa de juros de equilíbrio de longo-prazo irá certamente reduzir o ritmo de acumulação de capital, ensejando assim uma menor taxa de expansão do nível de emprego ao longo do tempo, o que poderá prejudicar as gerações futuras de trabalhadores (p. 480).

Dessa forma, a definição da meta de inflação torna-se um problema de economia política: uma meta de inflação mais alta gera, por um lado, uma maior concentração de renda a favor dos lucros e, por outro, um estímulo maior à acumulação de capital e ao crescimento da economia no longo-prazo. Isso significa que no modelo proposto existe um *trade-off* potencial entre crescimento e distribuição de renda no longo-prazo.

Nesse modelo em que a inflação é resultado do conflito distributivo entre capitalistas e trabalhadores, a oferta de moeda é endógena e a política monetária é conduzida com base no regime de metas de inflação, constata-se a existência de duas posições de equilíbrio de longo prazo para o

sistema econômico. No primeiro equilíbrio, o "equilíbrio alto", a taxa real de juros é alta e a participação dos lucros na renda é baixa. Já o segundo equilíbrio, denominado de "equilíbrio baixo", se caracteriza por uma baixa taxa real de juros e uma alta participação dos lucros na renda. A análise das condições de estabilidade do modelo proposto mostrou que o "equilíbrio baixo" tem uma maior propensão à estabilidade do que o "equilíbrio alto". Assim, pode-se inferir que uma das condições necessárias para que o regime de metas de inflação seja condizente com a estabilidade macroeconômica é que a taxa real de juros seja relativamente baixa.

Um resultado importante obtido com o modelo apresentado por Oreiro e Neves (2009) é a não-neutralidade da meta inflacionária sobre os valores de equilíbrio de longo prazo da taxa real de juros e da participação dos lucros na renda. Com efeito, uma elevação da meta inflacionária se mostra consistente com uma redução da taxa real de juros tanto no "equilíbrio alto" como no "equilíbrio baixo". No que se refere à participação dos lucros na renda, o aumento da meta inflacionária resulta numa diminuição da participação dos lucros na renda no "equilíbrio alto" e num aumento da participação dos lucros na renda no "equilíbrio baixo". Tomando como base o equilíbrio estável, segue-se que uma redução da meta de inflação perseguida pelo Banco Central resultará em uma aceleração do ritmo de acumulação de capital às custas de uma maior concentração da renda nas mãos dos capitalistas, evidenciando assim a existência do *trade-off* entre crescimento e distribuição de renda. Dessa forma, a definição da meta inflacionária torna-se uma questão de economia política, não podendo ser resolvida apenas com base em critérios tecnocráticos.

De uma forma geral, as conclusões alcançadas a partir de estudos de abordagem heterodoxa tendem a convergir, vendo uma relação negativa, com algumas exceções, entre política monetária contracionista e redistribuição de renda. Isto é, a maioria dos autores conclui, sob diferentes perspectivas, que um aumento na taxa de juros faz a distribuição de renda tornar-se mais concentrada.

3.2 A ABORDAGEM ORTODOXA

Há autores, como O'Farrell, Rawdanowicz e Inaba (2016) que, como Oreiro e Neves (2009), mas sob uma perspectiva ortodoxa, chamam a atenção para o argumento de que os efeitos de uma mudança na política monetária são contraditórios. Isto é, uma política monetária contracionista

pode fazer o desemprego aumentar. Por outro lado, a estabilização dos preços neutralizaria o impacto distributivo (usando-se do exemplo dos Estados Unidos, onde não há sistema de metas de inflação).

Segundo O'Farrell, Rawdanowicz e Inaba (2016), enquanto os resultados da política monetária afetam os agregados macroeconômicos, os quais, por sua vez, influenciam a distribuição de renda e riqueza, é difícil quantificar o impacto exato, especialmente em relação a uma expansão monetária. Entre outros fatores, isso se deve ao problema de distinguir efeitos puramente de política monetária dos choques e reações das variáveis reais e nominais, assim como outros choques que atingem a economia e a resposta da política monetária a esses choques. Outra dificuldade diz respeito ao fato de que os efeitos da política monetária variam conforme a fase do ciclo econômico e o funcionamento do sistema financeiro e dos mercados de trabalho e de produtos. Em uma fase de recessão, é esperado que uma política monetária expansionista diminua a desigualdade de renda, ao mesmo tempo em que pode aumentar a desigualdade de riqueza, em função de um potencial aumento no preço dos ativos. Assim, é recomendado que os efeitos da política monetária sejam estudados frente a um modelo contrafactual que exclua mudanças dessa política. Além disso, apesar das previsões teóricas, os estudos empíricos apontam que a política monetária pode ter efeitos de longo prazo sobre os ciclos econômicos.

Domaç (1999) obteve em seus estudos empíricos sobre a indústria, principalmente médias e pequenas empresas, da Malásia, o resultado de que políticas monetárias restritivas são mais nocivas a pequenas e médias empresas, e que autoridades monetárias devem prestar atenção às consequências de suas políticas para o efeito distributivo, uma vez que as imperfeições do mercado afetam mais empresas pequenas e médias, recomendando que se incentivem linhas de crédito especiais para elas, além de uma tentativa de diminuir as assimetrias de informação nos mercados de crédito.

Romer e Romer (1998) partem de pesquisas empíricas de vários países nas décadas de 1970 e 1980 para concluir que a política monetária tem efeitos contraditórios sobre a distribuição de renda no curto e no longo prazo. Em um primeiro momento, políticas monetárias expansionistas proporcionam crescimento, menor desemprego e, portanto, uma melhora na renda e nas condições de vida da parcela mais pobre da população. Os autores chamam a atenção para a ideia de que o aumento dos salários decorrente de políticas monetárias expansionistas estão concentrados em trabalhadores com mão de obra menos qualificada. No longo prazo, no entanto, os efeitos da

política monetária não podem durar, enquanto a inflação causada é permanente. Dessa forma, uma política monetária austera beneficiaria os mais pobres por assegurar preços mais baixos e dando base para o crescimento, assegurando um cenário de investimentos, e, portanto, provocando uma taxa de desemprego baixa; ademais, a inflação alta afetaria desproporcionalmente pequenas e médias empresas, que têm dificuldade de se antecipar frente a uma alta de preços.

Sob uma ótica parecida, Davtyan (2017), partindo de uma pesquisa empírica referente aos Estados Unidos, argumenta que a dinâmica da desigualdade de renda depende de oscilações na parcela da renda do 1% mais rico. Segundo a pesquisa, políticas monetárias contracionistas provocam uma melhora na distribuição de renda no longo prazo. A autora chega a recomendar um maior peso à política monetária no combate à desigualdade.

Bullard (2014) analisa os impactos da política monetária sobre a distribuição de riqueza, renda e consumo (decrementalmente menos desiguais, segundo o autor) por meio de um modelo de ciclo de vida da poupança. Uma das principais argumentações de Bullard é que a inflação tende a prejudicar o segmento mais pobre da população, visto que essas pessoas detêm sua riqueza na forma mais líquida possível, o dinheiro, e que, no longo prazo, o desemprego tende a ceder. Mais vulneráveis à inflação, aqueles pertencentes à classe trabalhadora tendem a perder riqueza. Para o autor, por conseguinte, a política monetária não pode afetar o nível de emprego no longo prazo, e políticas de taxas de juros baixas podem ser utilizadas em um contexto de crise, quando o crédito funciona da maneira correta. Sob essa ótica, políticas monetárias expansionistas sempre seriam inócuas no longo prazo, piorando a situação da desigualdade de renda por gerar um aumento de preços.

Coeuré (2012) expõe sua visão acerca do tema da desigualdade de renda e sua relação com a política monetária. Para ele, a maior contribuição da política monetária está na busca pela estabilidade de preços no longo prazo, e não na alocação dos recursos ou na distribuição. Dessa forma, busca a estabilidade, em vez da eficiência ou equidade. No entanto, defende que, mesmo que possa agravar a desigualdade num primeiro momento, essas medidas, por estabilizarem a economia, conduziram à equidade. Ao analisar um panorama do aumento da desigualdade entre os países desenvolvidos desde a década de 1980, conclui que tal aumento é reflexo, principalmente, de uma maior desigualdade nos rendimentos do trabalho, que compõem três quartos do total dos rendimentos da população economicamente ativa.

Para Coeuré, as evidências empíricas dos países europeus não permitem concluir que as

mudanças na legislação sobre salários geram uma tendência de aumento ou diminuição na desigualdade. Num primeiro momento, salários rígidos podem parecer proteger os mais pobres de choques econômicos. No entanto, a falta de reação dos salários é um claro sintoma de um mercado de trabalho que funciona mal, levando a um ajuste caro e prolongado no emprego. Levando-se em conta as flutuações dos salários e o desemprego, o autor aponta que a desigualdade nos rendimentos na parte inferior da distribuição tende a aumentar durante as recessões. Além disso, as famílias que não recebem renda do trabalho encaram barreiras mais altas quando os mercados de trabalho não funcionam bem e protegem *insiders* às custas de *outsiders*. O que isto significa é que os pobres sofrem mais em termos relativos em uma recessão, até o momento em que a recessão acaba devido à persistência do desemprego e ao mau funcionamento dos mercados de trabalho.

Assim, a política monetária pode afetar a desigualdade de renda, mas, devido aos seus múltiplos canais e às diferenças entre as famílias, ela afeta de formas diferentes cada família. A inflação afeta particularmente as famílias mais ricas e antigas que detêm a maior parte da riqueza da economia e cuja exploração de ativos é um seguro contra uma inflação surpresa. No entanto, também afeta as mais pobres, uma vez que essas famílias tendem a manter uma fração maior de sua riqueza em dinheiro, o que implica que os aumentos esperados e inesperados na inflação os tornam ainda mais pobres. Além disso, os choques de política monetária e a inflação surpresa podem ter um impacto sobre a desigualdade através de outras fontes de renda. Não é só a extensão dos choques de renda e riqueza que afetam o bem-estar dos consumidores, mas também a flutuação em sua despesa de consumo. Algumas famílias são capazes de resistir a choques e podem, assim, atenuar suas consequências adversas. Famílias mais pobres, por outro lado, têm pouco ou nenhum acesso ao sistema financeiro e muito menos aos mercados financeiros, e não têm “amortecedores” adequados na forma de poupança como precaução. Consequentemente, o seu consumo e bem-estar são particularmente vulneráveis a choques adversos. Mesmo se todas as famílias forem atingidas por choques negativos na mesma medida, as famílias mais pobres sofreriam de um consumo mais volátil e de um bem-estar mais baixo. Coeuré conclui que, garantindo estabilidade de preços, a política monetária também contribui para uma maior estabilidade econômica. Durante as recessões, tal política tem efeitos estabilizadores sobre o emprego e a pobreza.

Colciago, Samarina e de Haan (2018) argumentam que as políticas dos Bancos Centrais, que passaram a ser mais ativas após a crise de 2008, fizeram com que a comunidade científica tentasse explicar essas tomadas de decisão sob a influência de variáveis como a desigualdade de

renda, e os autores analisam o que houve de achados quanto a esse assunto. Segundo eles, as conclusões a que se chegou até agora foram mistas. De uma maneira geral, no entanto, pendendo para uma conclusão em torno da ideia de a inflação gerar um aumento na desigualdade. No entanto, políticas monetárias não-convencionais, aquelas tomadas a parti segundo os autores, podem ter um efeito positivo na distribuição de renda por estimular o crescimento da economia, apesar de aumentar preços de ativos.

Lenza e Slacalek (2018), a partir de sua pesquisa empírica referente à região do Euro, também concordam que o *quantitative easing* traz uma melhora na distribuição de renda, ao proporcionar empregos principalmente para a parte mais pobre da população, argumentando também que não há qualquer tipo de pesquisa conclusiva quanto a mudanças na distribuição de riqueza.

Claeys et al. (2015), da mesma forma, argumentam que a política monetária pode melhorar a distribuição de renda no curto prazo, aumentando a atividade econômica e diminuindo o desemprego. Os Bancos Centrais, entretanto, segundo os autores, deveriam se preocupar apenas com seu mandato de controlar os preços, deixando a preocupação com emprego e distribuição de renda para políticas fiscais e sociais.

De forma análoga, Dolado, Motyovszki e Pappa (2018), através de um modelo novo-keynesiano com mercados de ativos incompletos, concluíram que políticas não-convencionais de *quantitative easing* provocam uma piora na distribuição de renda entre trabalhadores, gerando um aumento maior no salário de trabalhadores qualificados. Para os autores, o regime de metas de inflação é o modelo mais eficaz para uma distribuição de renda equilibrada.

Panetta (2015) argumenta que a preocupação com a distribuição de renda não deve ser objeto da política monetária, e sim da política fiscal. Concorda, no entanto, que é importante que os *policy makers* tenham o máximo possível de informações na hora de tomar decisões, e que a heterodoxia pode trazer contribuições importantes para o debate após a crise de 2008, ainda que argumente que os modelos heterodoxos são inconclusivos e dados a ideologias. O autor chama atenção para o aumento da desigualdade de renda nos países desenvolvidos no século XXI, e, na sua opinião, isso teve relação com políticas de juros zero e de *quantitative easing* postas em prática nos Estados Unidos.

De uma forma geral, as conclusões alcançadas a partir de estudos de abordagem ortodoxa tendem a convergir, vendo uma relação positiva, com algumas exceções, entre política monetária

contracionista e distribuição de renda no longo prazo. Isto é, a maioria dos autores conclui, sob diferentes perspectivas, que uma diminuição na taxa de juros faz a distribuição de renda tornar-se mais concentrada via inflação.

3.3 CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES

De uma maneira geral, este capítulo trouxe algumas considerações importantes para a pesquisa. Em primeiro lugar, buscou-se, no aporte heterodoxo, a noção de que as mudanças programáticas advindas do Novo Consenso Macroeconômico forçaram os países a utilizarem políticas monetárias de maneira diferente do que vinha sendo feito até então. Nesse sentido, autores como Thorbecke (1997) e Argitis e Michopoulou (2010) buscaram mostrar que essa mudança de paradigma pode ter tido efeitos negativos para a distribuição de renda, uma vez que o crescimento ficou em segundo plano em detrimento da estabilidade monetária, influenciada pelo poder de barganha dos rentistas. Autores como Galbraith, Giovannoni e Russo (2007) trouxeram a noção de que os Bancos Centrais também operam sob influências políticas. De uma forma geral, pode-se argumentar que a abordagem heterodoxa aponta para uma relação de piora na distribuição de renda sob a implementação de políticas monetárias contracionistas e vice-versa. Partindo-se do pressuposto heterodoxo de que a poupança não antecede o investimento, faz sentido pensar que uma política monetária contracionista fosse negativa para o emprego, e, portanto, para a distribuição da renda.

Por outro lado, teóricos ortodoxos, observando que a inflação pode persistir no longo prazo, ao contrário do crescimento acima da tendência da economia, que seria temporário, tendem a argumentar que a política monetária não seria responsável pela distribuição de renda, ou que, se responsável, seria no sentido de garantir a estabilidade monetária a longo prazo. Entretanto, pode-se observar que, após a crise de 2008, e no contexto de políticas monetárias não-convencionais nos países desenvolvidos, como *quantitative easing* e taxas de juros perto de zero por cento, discussões sobre a relação entre política monetária e distribuição de renda e riqueza passaram a vir à tona. Os estudos dos efeitos das políticas monetárias não-convencionais ainda são pouco conclusivos. O que se observou dentro da visão ortodoxa sobre políticas monetárias convencionais, no entanto, é que se tende a dar enfoque maior à questão da inflação, sob o argumento de que a classe trabalhadora perde com o aumento de preços, causando uma piora na distribuição de renda.

4 EVIDÊNCIA EMPÍRICA PRELIMINAR: POLÍTICA MONETÁRIA, JUROS DE MERCADO E DISTRIBUIÇÃO DE RENDA EM EXPERIÊNCIAS SELECIONADAS

Este capítulo apresenta um estudo empírico do comportamento recente das taxas de juros de empréstimo e de algumas medidas de desigualdade de renda em quatro países: Brasil, Estados Unidos, Irã e Reino Unido. Como pode-se observar na matriz 1, optou-se por esses países por apresentarem diferenças nas prioridades dos Bancos Centrais quanto à política monetária, visto que Brasil e Reino Unido determinam suas taxas de juros somente em busca da estabilidade de preços (regimes de metas de inflação), enquanto que Estados Unidos e Irã têm também na preocupação com o desemprego uma variável relevante para as tomadas de decisão. Além disso, os países apresentam diferenças quanto ao nível de desenvolvimento e Produto Interno Bruto (PIB) *per capita*, fazendo Brasil e Irã parte do grupo dos países em desenvolvimento, ainda que países relativamente grandes, e Estados Unidos e Reino Unido do grupo de países desenvolvidos. Para que se houvesse uma maior padronização dos resultados, optou-se pelo uso dos dados do Banco Mundial para as taxas de juros, em particular as taxas de empréstimo reais em todos os exercícios, já que é a única forma de haver informações comuns a partir dos relatórios fornecidos pelos países. Essa associação é feita a partir das conclusões de Claudio e Fritz (1995) de que as taxas de empréstimo seguem, sob uma relação forte e positiva, as taxas fixadas pelas políticas monetárias estabelecidas pelos Bancos Centrais, utilizando-se inclusive dos exemplos dos Estados Unidos e do Reino Unido.

Matriz 1 – Nível de desenvolvimento e regime de política monetária nos países analisados

	Regime de metas de inflação	Outros regimes monetários
Países desenvolvidos	Reino Unido	Estados Unidos
Países em desenvolvimento	Brasil	Irã

Fonte: Elaboração própria.

4.1 EVIDÊNCIAS EMPÍRICAS

Nesta subseção, são apresentados os exercícios com os resultados da pesquisa empírica para cada país.

4.1.1 Política monetária e distribuição de renda no Brasil

A República Federativa do Brasil é a oitava maior economia do mundo, com um PIB *per capita* de 9.821 dólares em 2017, segundo o Banco Mundial. O Banco Central do Brasil é uma autarquia federal criada em 31 de dezembro de 1964. Seus presidentes e diretores são indicados pelo presidente da República, e sabatinados pelo Senado Federal antes de serem empossados. Segundo as definições do Banco Central do Brasil, sua função é adequar o volume de meio de pagamentos à realidade da economia, utilizando-se da variação da oferta de moeda e de crédito por um lado e da taxa de juros por outro como instrumentos. O Banco tem como missão a estabilidade de preços, evitando a desvalorização monetária, e suas principais funções são

a) formulação, execução e acompanhamento da política monetária; b) controle das operações de crédito em todas as suas formas, no âmbito do sistema financeiro; c) formulação, execução e acompanhamento da política cambial e de relações financeiras com o exterior; d) organização, disciplinamento e fiscalização do Sistema Financeiro Nacional, do Sistema de Pagamentos Brasileiro e do Sistema Nacional de Habitação, e ordenamento do mercado financeiro; e) emissão de papel-moeda e de moeda metálica e execução dos serviços do meio circulante (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2008).

A partir de junho de 1999, o Banco Central passou a operar sob o regime de metas de inflação, tendo, entre outros objetivos,

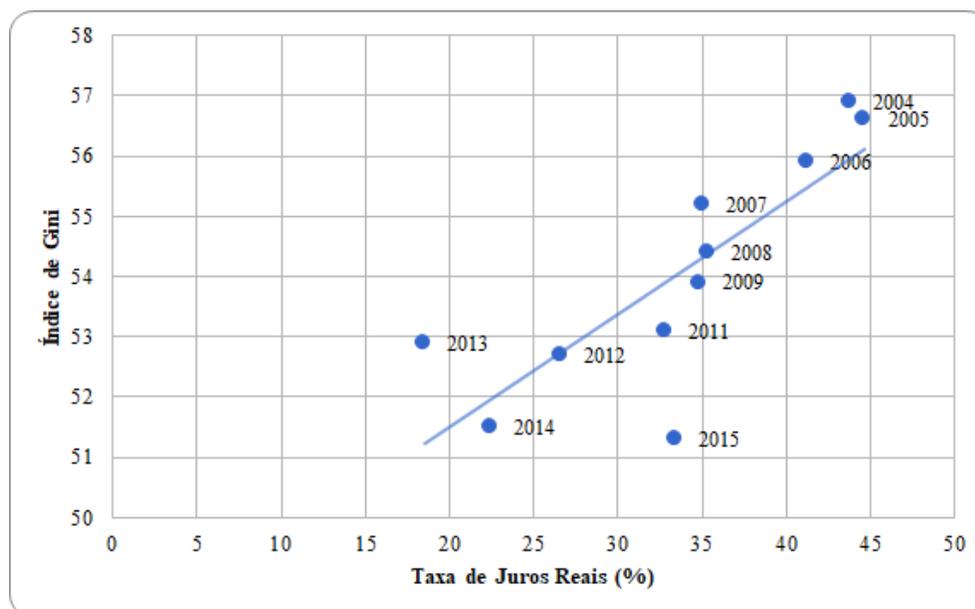
(i) fixar as metas para a inflação com base em variações anuais de um índice de preços conhecido; (ii) deixar a cargo do Conselho Monetário Nacional (CMN) a determinação das metas para a inflação (mediante proposta do ministro da Fazenda), seus respectivos intervalos de variação e o índice de preços a ser cotado; (iii) incumbir ao Banco Central a tarefa de fazer com que as metas estabelecidas fossem cumpridas, utilizando para isso os instrumentos necessários. A meta será considerada cumprida quando a inflação acumulada no ano, medida pelo índice de preços escolhido pelo CMN, se encontrar dentro da faixa de tolerância preestabelecida. Em caso de descumprimento das metas, o presidente do Banco Central deverá escrever uma carta aberta ao ministro da Fazenda explicando as razões do não cumprimento e as medidas a serem tomadas para fazer a inflação voltar para dentro do intervalo estabelecido, bem como o prazo para isso acontecer (CARRARA; CORRÊA, 2012).

Tendo esses aspectos institucionais em mente, pode-se interpretar os dados sobre a relação entre a política monetária implementada pelo Banco Central e a distribuição de renda. Como se infere do gráfico 1, o Brasil teve, de 2004 a 2015, uma trajetória de redução do índice de Gini, isto é, uma distribuição gradualmente mais igual ou menos desigual da renda (anos iniciais com valores maiores e anos mais recentes com valores menores). Barros et al. (2006) argumentam que, até

meados dos anos 2000, esse resultado estava associado a políticas sociais, de valorização do salário mínimo e de queda no desemprego derivada da produção de bens intensivos em trabalho. A queda no índice de Gini pode ser observada em todos os anos de 2004 até 2012 com grande amplitude, com uma mudança no ritmo para os anos finais da amostra.

Concomitantemente, de acordo com o gráfico 1, houve, durante o período analisado, tendência de queda na taxa real de juros dos empréstimos, *grosso modo* até o ano de 2013, ou seja, justo no primeiro ano em que o índice de Gini apresentou um aumento. A partir de 2014, observou-se um aumento expressivo para as taxas de juros reais. A linha de tendência do gráfico é positiva, mostrando uma relação diretamente proporcional das variáveis ao longo do tempo, ainda que pouco possa se inferir quanto à causalidade. De qualquer forma, quando a taxa real de juros está alta a desigualdade de renda também está alta. Quando a primeira está baixa a segunda também está baixa.

Gráfico 1 - Relação entre taxas reais de juros de empréstimos e índice de Gini no Brasil (2004-2015, exceto 2010)



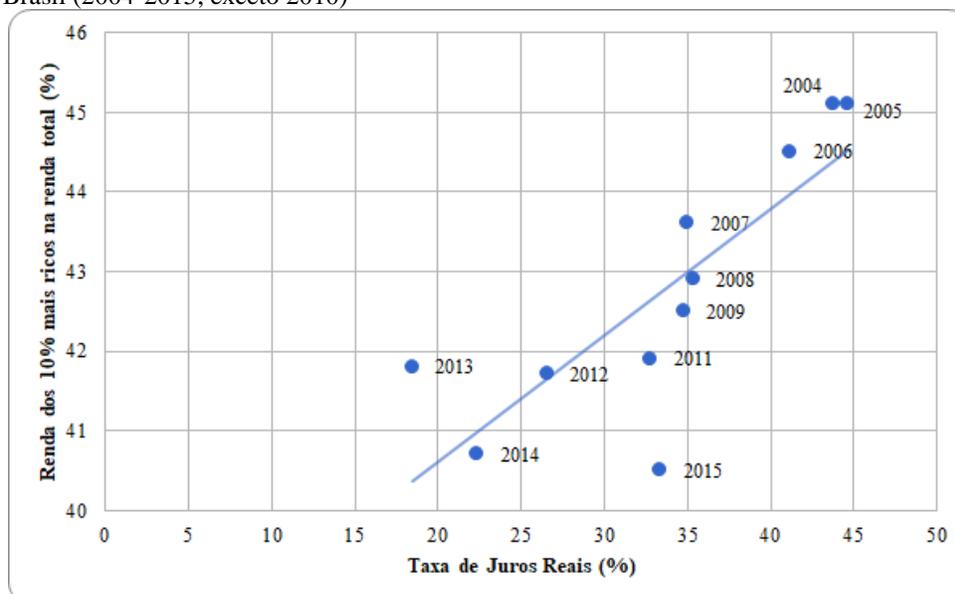
Fonte: Banco Mundial. Elaboração própria.

O gráfico 2 abaixo foi elaborado a partir da participação dos 10% mais ricos da população na da renda. Ele permite conclusões adicionais. Comparando-o com o gráfico 1, percebe-se que a estrutura de dados dos dois é muito similar. A tendência de queda do índice de Gini, até 2013, e os resultados oscilantes até 2015, tiveram uma forte contrapartida na variável de participação na renda dos 10% mais ricos. Se nos dois gráficos existe uma relação fortemente positiva entre as medidas

de desigualdade e o instrumento de política monetária, é possível dizer que a parcela de renda dos 10% mais ricos no Brasil influencia o índice de Gini, e que suas rendas aumentam quanto mais austera a política monetária é.

Durante o período analisado, os 10% mais ricos apresentaram maior participação na renda nos momentos em que a taxa real de juros era mais alta. Esse resultado pode ser interpretado com base em algumas abordagens discutidas no capítulo anterior. Eles, por exemplo, corroboram as teses de Stockhammer (2000) de que classes que vivem de rendas de juros (rentistas) ganham proporcionalmente mais quanto maior é a taxa de juros. A relação pode indicar uma concentração na propriedade de títulos remunerados com taxas vinculadas à taxa de política monetária por parte dos percentis mais ricos da população, em detrimento de renda de lucros proveniente de investimentos produtivos, como Piketty (2013) afirma. Para o autor, o mundo caminha cada vez mais em direção a sociedades cujas classes mais ricas têm sua renda derivada principalmente dos juros, e não mais da produção e lucros. Para Sant'anna et al. (2010), o crescimento econômico ocorrido no Brasil durante a primeira década do século XXI contribuiu inclusive para que houvesse um acréscimo no nível de emprego, uma vez que houve um aumento da demanda agregada, possivelmente derivado da maior renda absorvida pelas classes mais pobres e com maior propensão a consumir. Argitis e Michopoulou (2010) argumentam que a política monetária afeta a demanda agregada, provocando uma poupança que não se torna investimento produtivo, o que está em consonância com a visão de Kregel (1978) de que as desigualdades, tanto em nível pessoal quanto funcional, estão atreladas a decisões políticas, sendo que o autor divide as classes sociais entre poupadoras e não-poupadoras.

Gráfico 2 - Relação entre as taxas reais de juros de empréstimos e participação da renda dos 10% mais ricos na renda total no Brasil (2004-2015, exceto 2010)



Fonte: Banco Mundial. Elaboração própria.

4.1.2 Política monetária e distribuição de renda nos Estados Unidos

Os Estados Unidos da América são a maior economia do mundo, com um Produto Interno Bruto (PIB) *per capita* de 59.532 dólares em 2017, segundo o Banco Mundial. O Federal Reserve, Banco Central dos Estados Unidos, tem funções diferentes daquelas esperadas do BCB, como por exemplo:

- a) a condução da política monetária para: a promoção da máxima taxa de emprego, preços estáveis, e uma taxa de juros de longo prazo moderada para a economia estadunidense;
- b) a promoção da estabilização financeira, minimização e contenção de riscos financeiros via monitoramento;
- c) a promoção da segurança de instituições financeiras individuais e o monitoramento de seu impacto no sistema financeiro como um todo;
- d) incentivo à segurança e eficiência do sistema de pagamento e liquidação por meio de serviços ao setor bancário que facilitem transações em dólares;
- e) e promoção da proteção ao consumidor (FEDERAL RESERVE, 2018).

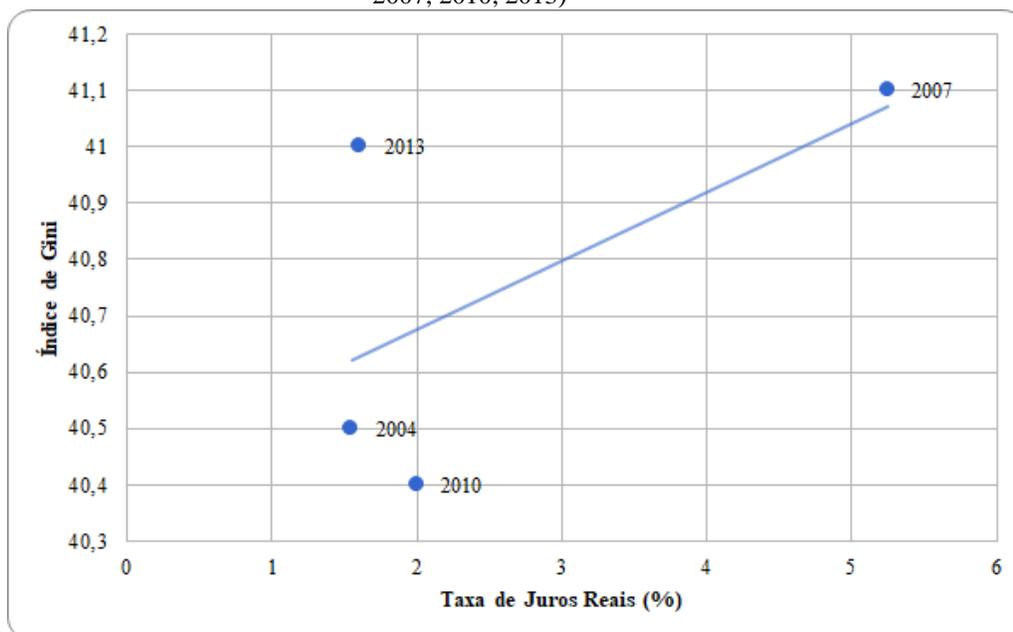
Ainda que a partir de 2012, aparentemente, a ideia das metas de inflação tenha influenciado as tomadas de decisão do Banco Central (FEDERAL RESERVE, 2015), os Estados Unidos, ainda assim, enfatizam o crescimento e o emprego como questões centrais à política monetária, e não só a estabilização de preços, como o Novo Consenso Macroeconômico recomendaria.

O gráfico 3 a seguir apresenta a relação entre as taxas de juros reais e o índice de Gini, apesar de o Federal Reserve estadunidense não publicar uma medida anual do último. Optou-se pela utilização desses dados, mesmo que escassos, uma vez que observou-se que o Departamento do Censo dos Estados Unidos, que também estima medidas de desigualdade no país, publica uma quantidade grande de dados, e que os encontrados para o índice de Gini para a renda não condizem com os dados do Banco Mundial. Optou-se pela padronização e pela utilização dos dados do Banco Mundial.

Segundo o gráfico, observa-se que de 2004 a 2007 houve um aumento nas taxas reais de juros e uma concomitante piora no índice de Gini⁴, e uma posterior diminuição dos juros, em 2010 no contexto das políticas de afrouxamento monetário pós-2008, que buscavam reanimar a economia após a crise. O dado mais distante da linha de tendência é para o ano de 2013, no qual as taxas reais de juros chegaram a um patamar tão baixo quanto em 2004, mas com um índice de Gini bem mais alto.

⁴ Considerando aqui, normativamente, que uma elevação no índice de Gini representa uma piora social.

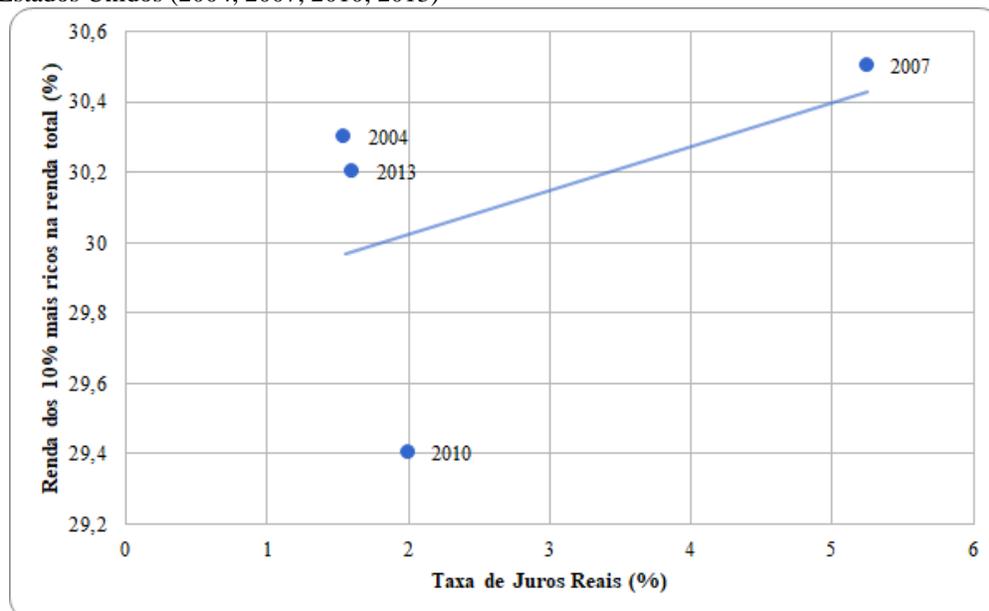
Gráfico 3 - Relação entre taxas reais de juros de empréstimos e Índice de Gini nos Estados Unidos (2004, 2007, 2010, 2013)



Fonte: Banco Mundial. Elaboração própria.

Tomando-se em consideração a participação da renda dos 10% mais ricos dos Estados Unidos na renda total, representada no gráfico 4, o único resultado discrepante daquele obtido com o índice de Gini foi no ano de 2004, data em que começou um ciclo de aumento de juros progressivamente até o ano de 2007, logo antes da crise. Para Coibion et al. (2017), políticas monetárias desinflacionárias nos Estados Unidos fizeram com que a renda aumentasse desproporcionalmente para os mais ricos. Segundo Piketty (2013), os Estados Unidos foi se tornando, ao longo das últimas décadas, o país mais desigual entre os dez países de maior PIB, e isso se deu principalmente por uma absorção da renda cada vez maior no percentil mais rico, ou seja, 1% da população. Davtyan (2017) afirma que o país chegou a tal grau de concentração que a dinâmica da desigualdade depende mais do 1% mais rico. Como argumenta Hoffman (1998), a desigualdade não é o mesmo que a concentração, que não poderia ser captada apenas, por exemplo, pelo índice de Gini.

Gráfico 4 - Relação entre taxas reais de juros de empréstimos e participação da renda dos 10% mais ricos na renda total nos Estados Unidos (2004, 2007, 2010, 2013)



Fonte: Banco Mundial. Elaboração própria.

4.1.3 Política monetária e distribuição de renda no Irã

A República Islâmica do Irã é a vigésima sexta maior economia do mundo, com um Produto Interno Bruto (PIB) *per capita* de 5.415 dólares em 2017, segundo o Banco Mundial. As funções do Banco Central iraniano são:

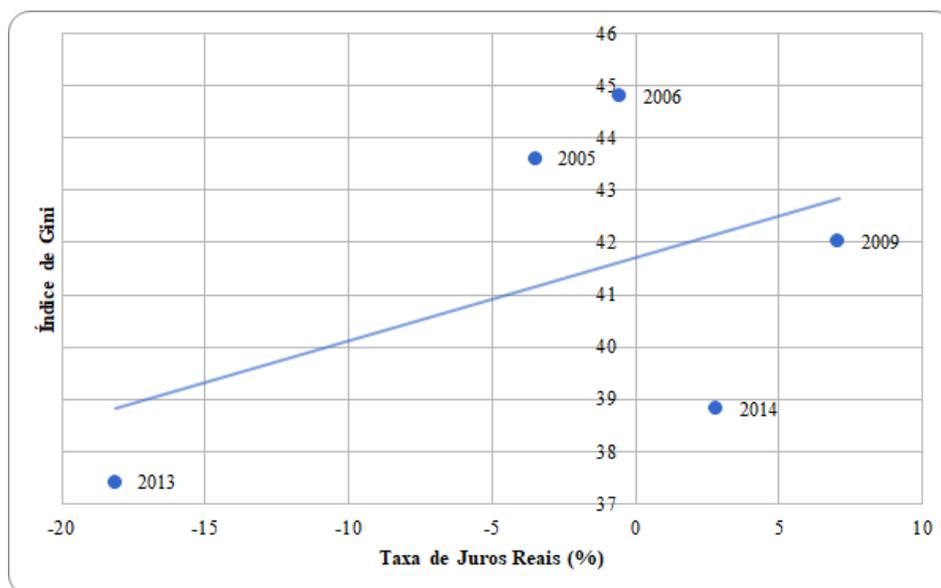
- a) a manutenção do valor da moeda nacional;
- b) a manutenção do equilíbrio do balanço de pagamentos;
- d) e o melhoramento do potencial de crescimento do país (BANK OF IRAN, 2018).

Assim como nos Estados Unidos, não existe uma clareza quanto à prevalência da estabilização de preços, mas o caso iraniano traz a noção de melhoramento do potencial de crescimento. Dentre os países em desenvolvimento que não adotam o sistema de metas de inflação, o Irã destaca-se como uma grande economia.

No gráfico 5 abaixo, observa-se a relação entre o índice de Gini e as taxas reais de juros no Irã, cujo Banco Central ainda apresenta pouca disponibilidade de dados ao público. Chama atenção, em um primeiro momento, a taxa real de juros entre -15% e -20% referente ao ano de 2013, após o Irã viver uma recessão em 2012 e 2013 (-7,4% e -0,2% de crescimento do PIB respectivamente,

segundo os dados do Banco Mundial). Pode-se observar uma tendência de queda do índice de Gini no Irã no período analisado, e a linha de tendência da relação com a taxa real de juros é positiva, ainda que em 2005 e 2006, por exemplo, anos em que se fixaram taxas de juros reais negativas, foram anos com índice de Gini mais alto do que em 2014. Assim como no caso dos Estados Unidos, a falta de dados não permite uma conclusão mais segura quanto à relação entre as variáveis.

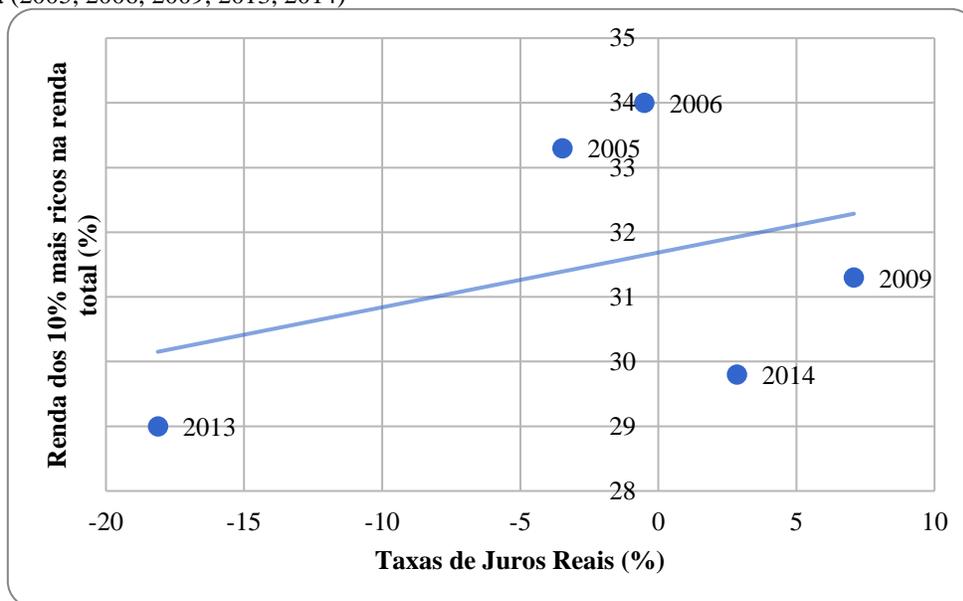
Gráfico 5 - Relação entre taxas reais de juros de empréstimos e Índice de Gini no Irã (2005, 2006, 2009, 2013, 2014)



Fonte: Banco Mundial. Elaboração própria.

Quando é analisado, para o caso do Irã, o gráfico 6, que mostra a participação dos 10% mais ricos no total da renda, observa-se resultado semelhante ao do Brasil. Da mesma maneira, os gráficos utilizando Gini ou a participação dos 10% mais ricos são similares. Quando os dados são interpretados à luz da abordagem de Dafermos e Papatheodorou (2015), que argumentam que políticas monetárias expansionistas reduzem a desigualdade no longo prazo, mesmo que com resultados contraditórios no curto prazo, pode-se pensar que as taxas de juros reais negativos no Irã de 2005 e 2006 trouxeram bons frutos para a economia alguns anos depois. Pode-se traçar um paralelo entre o caso iraniano e a pesquisa de Domaç (1999) para a Malásia, em que o autor recomenda que os agentes monetários prestem atenção às consequências das taxas de juros para pequenas e médias empresas, que sofrem com políticas contracionistas.

Gráfico 6 - Relação entre taxas reais de juros de empréstimos e participação da renda dos 10% mais ricos na renda total no Irã (2005, 2006, 2009, 2013, 2014)



Fonte: Banco Mundial. Elaboração própria.

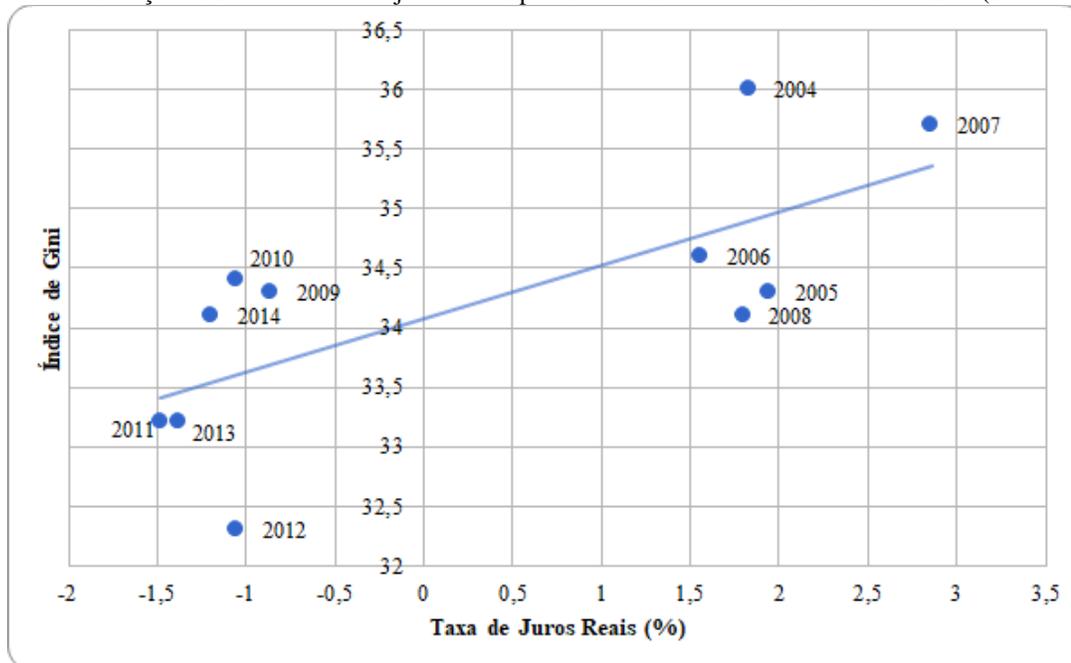
4.1.4 Política monetária e distribuição de renda no Reino Unido

O Reino Unido da Grã-Bretanha e Irlanda do Norte é a quinta maior economia do mundo, com um Produto Interno Bruto (PIB) *per capita* de 39.720 dólares em 2017, segundo o Banco Mundial. O Banco Central da Inglaterra ou Banco da Inglaterra utiliza-se da política monetária para manter a inflação baixa e estável, fixando uma meta anual de inflação e perseguindo-a via taxa de juros. Para isso, o Comitê de Política Monetária reúne-se oito vezes por ano para decidir sobre a taxa (BANK OF ENGLAND, 2018).

O gráfico 7 abaixo permite uma maior compreensão acerca da relação entre política monetária e desigualdade de renda para a economia do Reino Unido durante o período analisado. Pode-se observar, ao longo do tempo, uma tendência de melhora no índice de Gini, apesar de que o resultado de maior igualdade em todo o período, em 2012, apresentou uma piora brusca até 2014, e apesar de que o gráfico apresenta uma amplitude muito menor do que o do Brasil. A partir de 2009, e em todos os anos até 2013, o Reino Unido apresentou taxas de juros reais negativas, em consonância com a tendência mundial de esforços dos Bancos Centrais de reativar as economias, uma vez que, como argumenta Gremaud (2006), o comportamento da taxa de juros determina a decisão dos agentes ao ter em mente o *trade-off* entre o investimento produtivo e deixar o dinheiro

aplicado.

Gráfico 7 - Relação entre taxas reais de juros de empréstimos e índice de Gini no Reino Unido (2004-2014)



Fonte: Banco Mundial. Elaboração própria.

O resultado para a participação da renda apropriada pelos 10% mais ricos na renda total, representado no gráfico 8, mostra um resultado muito parecido. Ainda que o caso isolado do Reino Unido, assim como de qualquer outro país selecionado para esse estudo, não possa servir como base para uma conclusão absoluta sobre a relação entre as variáveis, é mais um resultado em que os dados parecem mostrar uma relação fortemente positiva entre o aumento do índice de Gini e a política monetária, seguindo a tendência que já apontavam Arestis e Howells (1994), quando, em um estudo específico sobre o Reino Unido, apontam que haveria uma relação entre renda e política monetária.

Enquanto Romer e Romer (1998) argumentam que os efeitos da política monetária são contraditórios, uma vez que a inflação pode afetar desproporcionalmente os mais pobres, com mais dificuldades de ajustar preços, Ampudia et al. (2018) concluem, a partir da análise de países europeus no contexto do *quantitative easing*, que os efeitos de tais políticas ainda são predominantemente bons para as classes inferiores, o que não parece encontrar respaldo nos exercícios preliminares conduzidos acima. Da mesma maneira, Lenza e Slacalek (2018) defendiam que essas políticas não-convencionais seriam benéficas à população, o que parece não ser o caso

do Reino Unido a partir de 2013, a não ser que se assuma que a maior desigualdade seria minimizada com uma forte expansão da renda. Como já vimos, a utilização dessas políticas por Bancos Centrais mais ativistas foi um dos motivos pelos quais a literatura passou a trazer a política monetária ao centro do debate sobre a desigualdade, de modo a relacioná-la com a distribuição de renda, por exemplo, como defendem Colciago, Samarina e de Haan (2018). De qualquer forma, segundo Coeuré (2012), essas medidas não-convencionais, mesmo que, sob uma visão ortodoxa, não pudessem contribuir para a equidade, têm um papel importante na estabilização das economias. Isso acontece enquanto a política monetária garantir a estabilidade de preços, o que não é um risco tão grande em um contexto pós-crise, em que os países estão saindo de uma recessão.

Gráfico 8 - Relação entre as taxas reais de juros de empréstimos e participação da renda dos 10% mais ricos na renda total no Reino Unido (2004-2014)



Fonte: Banco Mundial. Elaboração própria.

4.2 CONSIDERAÇÕES PRELIMINARES

Com a evidência empírica preliminar apresentada neste capítulo, foi possível entender algumas dinâmicas das relações entre política monetária e distribuição de renda nos países selecionados. Se no primeiro capítulo estudaram-se os aspectos teóricos sobre a política monetária e distribuição de renda, no segundo estudou-se a relação entre os dois e as diferentes abordagens

usadas para seu entendimento. Faltava então a última seção da pesquisa, com a observação dessas variáveis no mundo real.

Desde logo, apesar de haver países que apresentaram poucos dados para que os resultados fossem mais conclusivos, já que *outliers* podem alavancar grandemente as relações, observa-se que as linhas de tendência de todos os gráficos foram fortemente positivas. Ou seja, mesmo que separadamente não seja possível estabelecer uma relação causal definitiva entre os dois fatores, uma vez que existem diversas outras variáveis em jogo para a determinação da distribuição de renda em um país, com os dados dos quatro países juntos torna-se mais provável que exista uma relação e que ela seja positiva.

No caso de essa relação ser positiva de fato, seria natural afirmar que os preceitos teóricos da abordagem heterodoxa estão mais próximos da realidade, quando autores e autoras desta escola afirmam que a política monetária utilizada de maneira contracíclica pode ter efeitos positivos para a distribuição de renda. Em casos como os da Inglaterra, por exemplo, em que foram adotadas políticas monetárias não-convencionais para que o país enfrentasse a crise, seria difícil que houvesse uma aceleração no aumento de preços em um momento de desaquecimento da economia. O país, mesmo em um período de menor crescimento, conseguiu diminuir o índice de Gini ao longo do tempo.

No caso do Brasil, existe uma linha de tendência com forte inclinação positiva e pouca dispersão em um período de dez anos. O crescimento econômico experimentado pelo país durante esse período se deu ao mesmo tempo em que ocorreram reduções graduais nas taxas reais de juros, enquanto houve um forte indício de queda na desigualdade de renda pelos dados convencionais. O estudo de Medeiros (2015), no entanto, mostra, a partir de dados da Receita Federal que possivelmente não foram captados a partir de pesquisas domiciliares, que a redução na participação da renda dos percentis mais ricos da população foi menor do que se pensava, e que esses percentis continuaram com participação estável na renda ao longo do período.

No caso dos Estados Unidos e do Irã, a relação é menos evidente, mesmo pela falta de dados. No entanto, novos estudos da participação da renda dos 1% mais ricos, e não dos 10% mais ricos, como neste trabalho, conforme sugerem Piketty (2013) e Davtyan (2017), podem trazer novas conclusões. Ademais, o Irã apresentou taxas de juros reais negativas durante dois anos, e teve diminuições subsequentes em suas medidas de desigualdade.

Se a teorização ortodoxa partia do princípio de que os efeitos inflacionários de políticas

monetárias expansionistas seriam maléficis para uma distribuição mais igual da renda, os resultados empíricos parecem contradizer essa hipótese. Amostras mais longas, como a do Brasil, mostram que, mesmo depois de vários anos de redução nas taxas reais de juros, a igualdade não parece ter diminuído. Pelo contrário.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho teve como objetivo entender a relação entre os efeitos da política monetária, via taxas de juros, na distribuição de renda. Buscou-se, primeiramente, encontrar, nas teorias econômicas, esclarecimentos sobre os conceitos que permearam o trabalho. Em segundo lugar, analisar a relação entre política monetária e distribuição de renda. Por último, a elaboração de uma pesquisa empírica preliminar que mostrasse como essas variáveis se comportaram em períodos recentes de tempo no Brasil, nos Estados Unidos, no Irã e no Reino Unido.

Logo de início, pôde-se observar que não há um consenso, dentro da teoria econômica, quanto à questão da política monetária e seus efeitos no curto e no longo prazo. Da mesma forma, economistas ortodoxos e heterodoxos diferem na questão da desigualdade de renda. De uma forma geral, no entanto, a maioria dos países passou a adotar a visão ortodoxa da política monetária, principalmente a partir do Novo Consenso Macroeconômico e da implementação do regime de metas de inflação. Já a distribuição de renda começou a ganhar mais atenção da teoria econômica no século XXI, principalmente a partir da obra de Piketty (2013). No contexto da crise econômica de 2008 e das políticas monetárias não-convencionais adotadas por Bancos Centrais, a distribuição de renda começou a aparecer em alguns estudos também.

Em seguida, foi possível entender, a partir das abordagens heterodoxa e ortodoxa, como a relação entre política monetária e distribuição de renda aparece na literatura. De uma maneira geral, economistas heterodoxos, por pensar que a política monetária não é neutra no curto ou no longo prazo, tendem a argumentar que existe uma relação entre políticas monetárias austeras e desigualdade mesmo no longo prazo. Alguns, inclusive, chamam atenção para o regime de metas de inflação, desdobramento do Novo Consenso Macroeconômico, pelo fato de ele poder trazer consequências negativas à distribuição. Por outro lado, os economistas ortodoxos tendem a argumentar que a política monetária é neutra no longo prazo, e que, mesmo que tenha efeitos sobre a distribuição de renda no curto prazo, esses efeitos seriam anulados pela queda da inflação no longo prazo. Ainda assim, a partir das políticas não-convencionais do pós-crise de 2008, alguns economistas ortodoxos passaram a discutir a questão de maneira a trazer a distribuição para o centro do debate.

Finalmente, a partir das pesquisas empíricas preliminares, o que se observou foi uma provável relação positiva entre as medidas de desigualdade e as taxas de juros de empréstimos,

assumindo que essas flutuam junto com as taxas de juros fixadas pelos Bancos Centrais. Ainda que com poucos dados, no caso dos Estados Unidos e do Irã, os casos do Brasil e do Reino Unido mostram uma forte relação entre as variáveis, de modo a não rejeitar as teses da teoria heterodoxa. Mesmo que separadamente não se estabeleça uma relação causal definitiva entre os fatores, o conjunto dos gráficos aponta para essa relação. Mesmo em amostras mais longas, os resultados encontrados mostram que uma política monetária austera provoca uma piora na desigualdade da renda, ainda que supondo uma relação entre a desigualdade pessoal e funcional da renda.

Dessa maneira, o trabalho conseguiu compreender os pontos explicitados em seus objetivos, de modo a observar uma relação em que aumentos (ou diminuições) nas taxas de juros geram uma distribuição mais regressiva (ou progressiva) da renda. Ainda que haja poucos estudos que relacionem as variáveis, particularmente para o caso brasileiro, foi possível estabelecer uma conexão que pode ser mais explorada em futuros trabalhos, em análises mais profundas de países específicos, com números dos Bancos Centrais para as taxas de juros, ou ainda comparativos com um número maior de medidas de desigualdade. É importante que as decisões de política monetária, além de ter transparência, possam ser tomadas com o maior número de informações possível, uma vez que afetam enormemente a vida da população.

REFERÊNCIAS

- AMPUDIA et al. **Monetary Policy and Household Inequality**. Working Paper no. 2170, Banco Central Europeu, 2018. Disponível em:
<<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2170.en.pdf>>. Acesso em: 13 Nov. 2018.
- ARBIX, Glauco. A Queda Recente da Desigualdade no Brasil. **Nueva Sociedad**, Buenos Aires, p. 132-139, out. 2007.
- ARGITIS, Georgios; PITELIS, Christos. Monetary Policy and the Distribution of Income: Evidence for the United States and the United Kingdom. **Journal of Post Keynesian Economics**, [S.l.], Vol. 23 (4), p. 617-638, 2001.
- ARGITIS, George; MICHPOULOU, Stella. Monetary Policy, Interest Payments, Distribution and the Macroeconomy. **Review of Applied Economics**, [S.l.], Vol. 6, 1-2. 2010.
- ARESTIS, Philip; HOWELLS, Peter. Monetary Policy and Income Distribution in the UK, **Review of Radical Political Economics**, [S.l.], Vol. 26 ,(3) p. 56-65, 1994.
- ASIMAKOPULOS, Athanasios. Themes in a Post Keynesian Theory of Income Distribution. **Journal of Post Keynesian Economics**, [S.l.], Vol. 3, No. 2, p. 158-169, 2015.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Banco Central do Brasil: Fique por Dentro**. 4. ed., Brasília: BCB, 2008.
- BANCO MUNDIAL (The World Bank). **World Bank Open Data**. Disponível em:
<<https://data.worldbank.org>>. Acesso em: 15 Out. 2018.
- BANK OF ENGLAND. **Monetary Policy**. 2018. Disponível em:
<<https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy>>. Acesso em: 15 Out. 2018.
- BANK OF IRAN. **General Information**. 2018. Disponível em:
<<https://www.cbi.ir/page/GeneralInformation.aspx>>. Acesso em: 1 Nov. 2018.
- BARROS, R. P. de et al. Uma Análise das Principais Causas da Queda Recente na Desigualdade de Renda Brasileira. **Revista Econômica**, Rio de Janeiro, Vol. 8, No. 1, p. 117-147, jun. 2006.
- BAUMAN, Renato; GONÇALVES, Samo S. **Manual do candidato: economia**. Brasília: FUNAG, 2016.
- BERNSTEIN, E.; PATEL, I. **Inflation in Relation to Economic Development**. Staff Papers (International Monetary Fund), Vol. 2, No. 3, p. 363-398, Nov., 1952.
- BIANCARELLI, André M.. A Era Lula e sua questão econômica principal: crescimento, mercado interno e distribuição de renda. **Revista do Instituto de Estudos Brasileiros**, São Paulo, No. 58, p. 263-288, Jun., 2014.

BIANCHI, Carluccio. **Teorias da moeda**. Lisboa: Editorial Presença, 1977.

BLINDER, A. **Quantitative easing**: entrance and exit strategies. Brussels, Centre for European Policy Studies, CEPS Working Paper, No. 204, Mar. 2010.

BRAGA, B. P. M.; PEREIRA, J. I. R. Sistema de Metas de Inflação no Brasil: Uma Análise da Estrutura. **Revista Economia & Tecnologia**, Curitiba, Vol. 10, No. 1, p. 9-30, Jan./Mar. 2014.

BULLARD, James. **Income Inequality and Monetary Policy**: A Framework with Answers to Three Questions. St. Louis: Federal Reserve Bank of St. Louis, 2014. Disponível em: <https://www.stlouisfed.org/~media/files/pdfs/bullard/remarks/bullard_cfr_26june2014_final.pdf>. Acesso em: 17 Set. 2018.

CARRARA, Anieli Fagundes; CORREA, André Luiz. O regime de metas de inflação no Brasil: uma análise empírica do IPCA. **Revista Econômica Contemporânea**, Rio de Janeiro, Vol. 16, No. 3, p. 441-462, Dec., 2012.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de et al. **Economia Monetária e Financeira**. 2 ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008.

CLAEYS et al. The Effects of Ultra-Loose Monetary Policies on Inequality. **Bruegel Policy Contribution**, Bruxelas, 2015/09, Jun. 2015.

CLAUDIO, Borio E.V.; FRITZ, Wilhelm Fritz. **The Response of Short-Term Bank Lending Rates to Policy Rates**: a Cross Country Perspective. BIS Working Paper No. 27, 1995. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/work27.pdf>>. Acesso em 18 Nov. 2018.

COEURÉ, Benoît. **What Can Monetary Policy Do About Inequality?** European Parliament, 2012. Disponível em: <<https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp121017.en.html>>. Acesso em: 25 Set. 2018.

COIBION, Olivier et al. Innocent Bystanders? Monetary Policy and Inequality. **Journal of Monetary Economics**, [S.l.], vol. 88, p. 70-89, 2017.

COLCIAGO, Andrea; SAMARINA, Anna; DE HAAN, Jakob. **Central Bank Policies and Income and Wealth Inequality**: A Survey. Amsterdã, De Nederlandsche Bank, Working Paper no. 594, Mai. 2018. Disponível em: <https://www.dnb.nl/en/binaries/Working%20paper%20No.%20594_tcm47-375929.pdf>. Acesso em: 18 Out. 2018.

COWELL, Frank A. Income Distribution and Inequality. **London School of Economics**, LSE Research Online Documents on Economics 3780, 2007.

CUNHA, Bruno Batista da. Desenvolvimento e Distribuição de Renda: Uma Questão Econômica, Uma Abordagem Geográfica. **Caminhos de Geografia**, [S.l.], Vol. 8, No. 21, Jun. 2007. Disponível em:

<<http://www.seer.ufu.br/index.php/caminhosdegeografia/article/view/15517>>. Acesso em: 15 out. 2018.

DAFERMOS, Yannis; PAPTAEODOROU, Christos. Linking Functional with Personal Income Distribution: A Stock-Flow Consistent Approach. **International Review of Applied Economics**, [S.l.], Vol. 29, No. 6, p. 787-815, 2015.

DAVTYAN, Karen. The Distributive Effect of Monetary Policy: The Top One Percent Makes the Difference. **Economic Modelling**, [S.l.], Vol. 65, Issue C, p. 106-118, 2017.

DEWAN, Edwin. **Inflation Targeting: Country Experiences**. [S.l.] Economics Dept., Reserve Bank of Fiji, 2003. Disponível em: <<http://www.rbf.gov.fj/docs/wp2003-03.pdf>>. Acesso em: 16 Out. 2018.

DOLADO, Juan J.; MOTYOVSKZI, Gergo; PAPPA, Evi. **Monetary policy and inequality under labor market frictions and capital-skill complementarity**. [S.l.], CEPR Discussion Papers 12734, 2018.

DOMAÇ, Ilker. **The Distributional Consequences of Monetary Policy**: Evidence from Malaysia. Policy Research Working Papers, 1999. Disponível em: <<http://documents.worldbank.org/curated/pt/880751468772493222/pdf/multi-page.pdf>>. Acesso em: 15 Set. 2018.

DÜNHAUPT, Petra. **Determinants of Functional Income Distribution**: Theory and Empirical Evidence. Berlim: Global Labour University, 2013.

FEDERAL RESERVE. **Why Does the Federal Reserve Aim for 2 Percent Inflation Over Time?** 2015. Disponível em: <https://www.federalreserve.gov/faqs/economy_14400.htm>. Acesso em: 10 Nov. 2018.

FEDERAL RESERVE. **About the Fed**. 2018. Disponível em: <<https://www.federalreserve.gov/aboutthefed.htm>>. Acesso em: 10 Nov. 2018.

FERGUSON, C. E. **Microeconomia**. Rio de Janeiro: Forense, 1976.

FURCERI, Davide; LOUNGANI, Prakash; ZDZIENICKA, Aleksandra. The Effects of Monetary Policy Shocks on Inequality. **Journal of International Money and Finance**, [S.l.], Vol. 85, p. 168-186, Jul. 2018.

GALBRAITH, James K.; GIOVANNONI, Olivier G.; RUSSO, Ann J. **The Fed's Real Reaction Function Monetary Policy, Inflation, Unemployment, Inequality - and Presidential Politics**. Austin, UTIP Working Paper, No. 42, 2007. Acesso em: <https://utip.lbj.utexas.edu/papers/utip_42.pdf>. Disponível em: 29 Set. 2018.

GOODFRIEND, Marvin. How the World Achieved Consensus on Monetary Policy. **The Journal of Economic Perspectives**, Vol. 21, No. 4, p. 47-68, 2007.

GORE, Charles. The Rise and Fall of the Washington Consensus as a Paradigm for Developing Countries. **World Development**, Vol. 28, No. 5, p. 789-804. Londres: Elsevier Science Ltd, 2000.

GREMAUD, et al. **Manual de Economia**. São Paulo: Saraiva, 2006.

HEIN, Eckhard; SCHODER, Christian. Interest Rates, Distribution and Capital Accumulation – A Post-Kaleckian Perspective on the US and Germany. **International Review of Applied Economics**, [S.l.], Vol. 25, No. 6, p. 693-723, 2011.

HOFFMANN, Rodolfo. **Distribuição de Renda: Medidas de Desigualdade e Pobreza**. 1. Ed. São Paulo: EDUSP, 1998.

HOFFMANN, Rodolfo. Distribuição de renda e crescimento econômico. **Estud. Av.**, São Paulo, Vol. 15, No. 41, p. 67-76, Abr. 2001. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0103-40142001000100007&lng=en&nrm=iso>. Acesso em 10 Set. 2018.

INUI, Masayuki; SUDO, Nao; YAMADA, Tomoaki. **Effects of Monetary Policy in Japan**. Working Paper 17-E-3. Bank of Japan: 2017. Disponível em: <https://www.boj.or.jp/en/research/wps_rev/wps_2017/data/wp17e03.pdf>. Acesso em: 2 out. 2018.

KANCZUK, Fabio. Choques de oferta em modelos de metas inflacionárias. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, Vol. 58, No. 4, p. 559-581, Dez. 2004.

KREGEL, J. A. Post-Keynesian Theory: Income Distribution. **Challenge**, [S.l.], 21 (4), p. 37-43, 1978.

LEE, S.; GERECKE, M. Economic development and inequality: revisiting the Kuznets curve. **Labour Markets, Institutions and Inequality**, p. 39-64. Cheltenham: Edward Elgar Publishing: 2015.

LENZA, Michele; SLACALEK, Jiri. **How Does Monetary Policy Affect Income and Wealth Inequality?** Evidence from Quantitative Easing in the Euro Area. Working Paper, No. 2190, European Central Bank, 2018. Disponível em: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2190.en.pdf>>. Acesso em: 21 Out. 2018.

MANKIWI, N.G. **Macroeconomia**. 5 ed. Rio de Janeiro: LTC, 2004.

MARTINS, N. M. Breve Nota Sobre Regime de Metas de Inflação e Crescimento Econômico. **Revista Economia & Tecnologia**, [S.l.], Vol. 10, No. 3, 2014.

MEDEIROS, M. **Medidas de desigualdade e pobreza**. Brasília: Editora Universidade de Brasília, 2012.

MEDEIROS, M.; SOUZA, P. H. G. F.; CASTRO, F. A. de. O Topo da Distribuição de Renda no Brasil: Primeiras Estimativas com Dados Tributários e Comparação com Pesquisas Domiciliares (2006–2012). **Dados** – Revista de Ciências Sociais, [S.l.], Vol. 58, No. 1, p. 7–36, 2015.

MIKHAILOVA, Irina; PIPER, Denise. Novo Consenso Macroeconômico: Tentativa de Sintetização e Aplicabilidade à Economia Brasileira. **Pesquisa & Debate**, São Paulo, Vol. 23, No. 2 (42), Dez. 2012. Disponível em: <<https://revistas.pucsp.br/index.php/rpe/article/view/13068>>. Acesso em: 15 Out. 2018.

MISHKIN, Frederic, S. Inflation Targeting in Emerging-Market Countries. **American Economic Review**, 90 (2), p. 105-109, 2000.

MOLLO, Maria de Lourdes Rollemberg. Ortodoxia e Heterodoxia Monetárias: a Questão da Neutralidade da Moeda. **Revista de Economia Política**, Vol. 24, No. 3 (95), Jul.-Set., 2004.

NIGGLE, C. J. Monetary Policy and Changes in Income Distribution. **Journal of Economic Issues**, [S.l.], Vol. 23 (3), p. 809-822, 1989.

NUROGLU, E.; KUNST, R. M. Kuznets and Environmental Kuznets Curves for Developing Countries. **Industrial Policy and Sustainable Growth**, Singapura, Springer, p. 1–14, 2017.

O'FARRELL, R.; RAWDANOWICZ, L.; INABA, K. **Monetary Policy and Inequality**. OECD Economics Department Working Papers, No. 1281. Paris: OECD Publishing, 2016

OMAR, Jabr H. D. Taxa de Juros: Comportamento, Determinação e Implicações para a Economia Brasileira. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, Vol. 12, No. 3, Set./Dec., 2008.

OREIRO, José Luis; NEVES, André Lúcio. Metas de Inflação num Modelo Macrodinâmico Pós-Keynesiano. **Revista EconomiA**, Brasília, Vol. 10, No. 3, p. 465-482, Set./Dez., 2009.

PANETTA, Fabio. **The Distributional Consequences of Monetary Policy**. Amsterdam, Remarks at the Netherlands Bank, 2015. Disponível em: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/interventi-direttorio/int-dir-2015/Panetta_20.11.2015.pdf>. Acesso em: 15 Out. 2018.

PAIVA BUENO, Edir de. O Índice de Desenvolvimento Humano (IDH): Avaliação de seus Pressupostos Teóricos e Metodológicos. **Boletim Goiano de Geografia**, [S.l.], Vol. 27, No. 3, p. 49-69, Abr. 2009. Disponível em: <<https://www.revistas.ufg.br/bgg/article/view/6020>>. Acesso em: 15 out. 2018.

PEREA, de Sola M.; KASHAMA, M. Kasongo. The Negative Interest Rate Policy in the Euro Area and the Supply of Bank Loans. **Economic Review**, No. 3, 42-61, 2017.

PIKETTY, Thomas. **O Capital no Século XXI**. Intrínseca: Rio de Janeiro, 2013.

ROMER, Cristina; ROMER, David. Monetary Policy and the Well-Being of the Poor. **Economic**

Review, Vol. 84, No. 1, 1998.

SAHOTA, G. S. Personal Income Distribution Theories of the Mid-1970s. **Kyklos**, Vol. 30, No. 4, p. 724–740, 1977.

SANT’ANNA, André Albuquerque et al. Redistribuição de Renda e a Recuperação do Mercado de Trabalho Brasileiro. **Visão do Desenvolvimento**, Rio de Janeiro, BNDES, No. 85, set. 2010.

SARGENT, T.J.; WALLACE, N. Rational Expectations, the Optimal Monetary Instrument and the Optimal Money Supply Rule. **Journal of Political Economy**, Vol. 83, No. 2, p. 241-254, Apr. 1975.

ŠKARE, Marinko; STJEPANOVIĆ, Saša. Income Distribution Determinants and Inequality: International Comparison. **Amfiteatru Economic Journal**, Vol. 16, Issue 37, p. 980-993, 2014.

STOCKHAMMER, Engelbert. Financialization and the Slowdown of Accumulation. **Vienna University of Economics and Business Administration**. Working paper No. 14, 2000. Disponível em: <<http://pub.wu.ac.at/366/1/document.pdf>>. Acesso em: 12 Nov. 2018.

TAYLOR, J. B. A core of practical macroeconomics. **American Economic Review**, Vol. 87, No. 2, p. 233-235, Mai., 1997.

TELES, Vladimir Kühl; NEMOTO, Joana. O regime de metas de inflação do Brasil é crítico? **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 59, n. 3, p. 483-505, 2005.

THORBECKE, Willem. Disinflationary Policy and the Distribution of Income. **Jerome Levy Economics Institute**. Working Paper No. 185, [s.l.], 1997.

WILLIAMSON, S. D. Monetary Policy and Distribution. **Journal of Monetary Economics**, Elsevier, Vol. 55 (6), p. 1038-1053, Set., 2008.