

UNIVERSIDADE FEDERAL DE UBERLÂNDIA  
IERI

FELIPPE CASSEMIRO FAGUNDES

**O Velho Consenso Macroeconômico, suas Aplicações e Limites para o Caso Brasileiro**

Uberlândia  
2025

FELIPPE CASSEMIRO FAGUNDES

**O Velho Consenso Macroeconômico, suas Aplicações e Limites para o Caso Brasileiro**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à  
Universidade Federal de Uberlândia como  
requisito parcial para obtenção do título de  
bacharel em ciências econômicas

Área de concentração: Macroeconomia

Orientador: Benito Adelmo Salomão Neto

Uberlândia

2025

## Ficha catalográfica

Ficha Catalográfica Online do Sistema de Bibliotecas da UFU  
com dados informados pelo(a) próprio(a) autor(a).

F156 2025	<p>Fagundes, Felipe Cassemiro, 2001- O Velho Consenso Macroeconômico, suas Aplicações e Limites para o Caso Brasileiro [recurso eletrônico] / Felipe Cassemiro Fagundes. - 2025.</p> <p>Orientador: Benito Adelmo Salomão Neto. Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) - Universidade Federal de Uberlândia, Graduação em Ciências Econômicas. Modo de acesso: Internet. Inclui bibliografia.</p> <p>1. Economia. I. Salomão Neto, Benito Adelmo, 1988-, (Orient.). II. Universidade Federal de Uberlândia. Graduação em Ciências Econômicas. III. Título.</p> <p>CDU: 330</p>
--------------	--

Bibliotecários responsáveis pela estrutura de acordo com o AACR2:  
Gizele Cristine Nunes do Couto - CRB6/2091  
Nelson Marcos Ferreira - CRB6/3074

FELIPPE CASSEMIRO FAGUNDES

**O Velho Consenso Macroeconômico, suas Aplicações e Limites para o Caso Brasileiro**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à  
Universidade Federal de Uberlândia como  
requisito parcial para obtenção do título de  
bacharel em ciências econômicas

Área de concentração: Macroeconomia

Uberlândia, data

Banca Examinadora:

---

Prof. Dr. Benito Adelmo Salomão Neto (Orientador)  
Instituto de Economia e Relações internacionais (IERI)

---

Prof. Dr. Cleomar Gomes da Silva  
Instituto de Economia e Relações internacionais (IERI)

---

Prof. Dr. Julio Fernando Costa Santos  
Instituto de Economia e Relações internacionais (IERI)

Dedico este trabalho aos meus pais, pelo  
estímulo, carinho e compreensão.

## **AGRADECIMENTOS**

Gostaria de agradecer a todos que me auxiliaram durante esse processo, um agradecimento a todos meus amigos que me ajudaram nos momentos de dificuldades e nos momentos em que partilhamos o interesse e o conhecimento pelas ciências econômicas, sem esse apoio esse caminho teria sido muito mais difícil.

Agradecer também os professores que foram essenciais para minha trajetória e especialmente meu orientador Benito Salomão que apesar de não ter lecionado nenhuma matéria para mim me apoiou desde o primeiro momento em que eu decidi realizar minha monografia e foi de suma importância para o meu processo ainda em curso de amadurecimento acadêmico e por sempre me escutar e compartilhar ótimos conselhos para além da vida acadêmica.

Por último, mas não menos importante gostaria de agradecer também à minha família que sempre me apoiou nos momentos mais difíceis, com quem eu sempre pude contar nos momentos mais nebulosos da minha vida e estavam sempre ao meu lado para me levantar e me enxergar o copo meio cheio ao invés do copo meio vazio.

“Ainda que eu ande pelo vale da sombra  
da morte, não temerei mal algum, porque  
Tu estás comigo”

(Bíblia Sagrada, Salmo 23:4)

## RESUMO

O presente estudo tem como propósito avaliar o desempenho e a aplicabilidade do Novo Consenso Macroeconômico (NCM) no contexto brasileiro. A investigação abrange um intervalo de 22 anos sob o Regime de Metas de Inflação (RMI), destacando as rupturas e transições observadas entre diferentes regimes de política macroeconômica, com ênfase nos períodos do Tripé Macroeconômico, da Nova Matriz Macroeconômica e do pós-Nova Matriz. Para isso, emprega-se o modelo Novo-Keynesiano Canônico de três equações, estimado por meio do Método dos Momentos Generalizados em sistema (GMM System), utilizando dados mensais de janeiro de 2003 a dezembro de 2024. Os resultados evidenciam limitações do RMI em manter a inflação próxima ao centro da meta no Brasil, além de revelar sucessivas discontinuidades na condução da política monetária e em sua eficácia ao longo do tempo. Observa-se que, mesmo após mais de duas décadas de adoção, o regime ainda não conseguiu consolidar uma âncora nominal robusta, visto que a dinâmica inflacionária permanece fortemente influenciada pela inércia, apresentando reduzida sensibilidade ao ciclo econômico e, por consequência, aos impulsos da política monetária.

**Palavras-chave:** novo consenso macroeconômico; regimes de metas de inflação; GMM System.



## ABSTRACT

This study aims to assess the performance and applicability of the New Macroeconomic Consensus (NMC) in the Brazilian context. The analysis covers a 22-year period under the Inflation Targeting Regime (ITR), emphasizing the discontinuities and transitions observed across different macroeconomic policy regimes — namely, the Macroeconomic Tripod, the New Macroeconomic Matrix, and the post-New Matrix period. To this end, the canonical New Keynesian three-equation model is estimated using the System Generalized Method of Moments (System GMM) with monthly data from January 2003 to December 2024. The results highlight the challenges faced by the ITR in keeping inflation close to the target midpoint in Brazil and reveal recurrent inconsistencies in the implementation and effectiveness of monetary policy over time. The findings suggest that, despite more than two decades of operation, the regime has yet to establish a robust nominal anchor, as inflation dynamics remain largely inertial, weakly responsive to the economic cycle, and consequently less sensitive to monetary policy impulses.

**Keywords:** new macroeconomic consensus; inflation targeting regime; GMM System.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

<b>Figura 1 –</b>	Inflação, Inflação esperada e Selic (em %)	20
<b>Quadro 1 –</b>	Dados e Glossário	24

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 1 -</b>	Estatística descritiva	28
<b>Tabela 2 -</b>	Testes de raiz unitária	29
<b>Tabela 3 -</b>	Resultados GMM System com IBC-BR	31
<b>Tabela 4 -</b>	Resultados GMM System com Horas Trabalhadas	33

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BCB	Banco Central do Brasil
CMN	Conselho Monetário Nacional
CNI	Confederação Nacional da Indústria
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IBC-Br	Índice de Atividade Econômica do Banco Central (proxy do PIB)
PIB	Produto Interno Bruto
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
Selic	Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (taxa básica de juros)
HP	Hodrick-Prescott (filtro estatístico para tendência e ciclo)
RMI	Regime de Metas de Inflação
NCM	Novo Consenso Macroeconômico
NMM	Nova Matriz Macroeconômica
CPh	Curva de Phillips (híbrida)
IS	Investment–Saving Curve (Curva IS – relação entre juros reais e produto)
MR	Monetary Rule ou Regra de Taylor (função de reação do Banco Central)
GMM	Generalized Method of Moments (Método dos Momentos Generalizados)
ADF	Augmented Dickey-Fuller (teste de raiz unitária)
PP	Phillips-Perron (teste de raiz unitária)
KPSS	Kwiatkowski–Phillips–Schmidt–Shin (teste de estacionariedade)
Ng- Perron	Teste de raiz unitária de Ng e Perron
COPOM	Comitê de Política Monetária
NBER	National Bureau of Economic Research
DF	Distrito Federal

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>12</b>
<b>2</b>	<b>REVISÃO BIBLIOGRÁFICA .....</b>	<b>14</b>
<b>3</b>	<b>CONTEXTO BRASILEIRO .....</b>	<b>19</b>
<b>4</b>	<b>DADOS E METODOLOGIA .....</b>	<b>25</b>
<b>5</b>	<b>ANÁLISE DOS RESULTADOS .....</b>	<b>29</b>
<b>6</b>	<b>CONCLUSÃO.....</b>	<b>30</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>38</b>

## 1 INTRODUÇÃO

O Novo Consenso Macroeconômico (NCM) consolidou-se como o principal paradigma orientador da política monetária em diversas economias contemporâneas. Fundamentado na hipótese das expectativas racionais e na presença de rigidezes nominais, o NCM estabelece um arcabouço no qual a autoridade monetária, por meio do Regime de Metas de Inflação (RMI), utiliza a taxa básica de juros como instrumento central para estabilizar os preços e suavizar as flutuações do ciclo econômico. Nesse contexto, a credibilidade institucional do banco central, aliada à transparência e à clareza na comunicação de suas ações, constitui elemento essencial para a ancoragem das expectativas e, conseqüentemente, para a efetividade da política monetária.

Apesar de sua ampla difusão, a aplicação prática do NCM em economias emergentes, como o Brasil, tem revelado desafios estruturais e limitações operacionais. Desde a adoção do RMI em 1999, o Banco Central do Brasil (BCB) tem enfrentado dificuldades recorrentes para convergir a inflação à meta, mesmo mantendo taxas de juros reais elevadas. Além disso, a trajetória da política monetária brasileira tem sido marcada por descontinuidades institucionais, alternando fases de maior aderência às diretrizes do NCM, associadas a maior autonomia do BCB com períodos de forte discricionariedade na condução da política econômica. Tal dinâmica suscita questionamentos acerca da adequação do modelo às especificidades brasileiras, sobretudo diante de um ambiente de elevada inércia inflacionária, desancoragem de expectativas e persistente vulnerabilidade externa.

O objetivo central deste artigo é avaliar a condução da política monetária no Brasil à luz do Novo Consenso Macroeconômico, investigando o comportamento das principais relações macroeconômicas em diferentes regimes de política econômica. Parte-se da hipótese de que a eficácia da política monetária, dentro do arcabouço do NCM, foi significativamente comprometida durante o período da Nova Matriz Macroeconômica (2011–2014), em razão das perdas reputacionais do BCB e da conseqüente desancoragem das expectativas inflacionárias. Esses efeitos, associados à recorrente discricionariedade e às características estruturais da inflação brasileira — notadamente o alto grau de indexação —, continuam a representar entraves ao funcionamento pleno do RMI no país.

A estratégia empírica fundamenta-se na estimação de um modelo canônico Novo-Keynesiano por meio do Método dos Momentos Generalizados em Sistema (System GMM), aplicado a um conjunto de equações simultâneas. São utilizados dados mensais no período de

janeiro de 2003 a dezembro de 2024. Adicionalmente, as estimações são desagregadas conforme três fases distintas da política macroeconômica brasileira:

- a) o Tripé Macroeconômico (2003–2008);
- b) a Nova Matriz Macroeconômica (2009–2015);
- c) o período pós-Nova Matriz (2016–2024).

Os resultados evidenciam que a política monetária brasileira ainda enfrenta dificuldades para consolidar um sistema de âncoras nominais estável. A recorrência de discontinuidades na condução e na autonomia operacional do RMI tem contribuído para esse quadro. Durante o Tripé Macroeconômico, a atuação do BCB mostrou-se mais coerente com os princípios do NCM, reagindo de forma sistemática a desvios inflacionários em relação à meta. Já no período da Nova Matriz, observou-se uma condução mais discricionária da política monetária, o que implicou perda de credibilidade e desancoragem das expectativas. No período subsequente, pós-Nova Matriz, identifica-se um esforço de reconstrução da reputação institucional, com uma postura mais responsiva às expectativas de inflação. Ainda assim, a persistência da inércia inflacionária e a limitada sensibilidade da inflação ao ciclo econômico permanecem como obstáculos à plena eficácia do regime.

A monografia está estruturada da seguinte forma: a próxima seção apresenta a revisão da literatura; a seção três discute a evolução do Regime de Metas de Inflação no Brasil, destacando as principais fases da política macroeconômica; a seção quatro descreve os procedimentos empíricos adotados; a seção cinco analisa e discute os resultados econométricos; por fim, a última seção traz as considerações finais e as principais implicações dos achados.

## 2 REVISÃO DE LITERATURA

A formulação da hipótese das expectativas racionais (HER), apresentada inicialmente por Muth (1961) e amplamente difundida a partir das contribuições de Lucas na década de 1970<sup>1</sup>, transformou profundamente a macroeconomia ao evidenciar que os agentes formam previsões coerentes sobre a condução da política econômica. Essa mudança de paradigma teve implicações decisivas para a avaliação da política macroeconômica. Conforme argumentam Snowdown e Vane (2005), a junção de fundamentos microeconômicos de inspiração walrasiana, com agentes racionais e otimizadores, dotados de capacidade para processar informações e formular expectativas consistentes, resultou em um arcabouço no qual as políticas keynesianas tradicionais perdiam efetividade sobre o produto e o emprego.

Diante da conclusão radical dos modelos Novo-Clássicos que negavam qualquer papel estabilizador às políticas econômicas, surgiu uma corrente de autores empenhada em elaborar modelos que concilhassem a HER com a possibilidade de atuação da política fiscal e monetária ao longo do ciclo. Um marco inicial foi a contribuição de Fischer (1977), que introduziu rigidez contratual no mercado de trabalho, de modo que, mesmo em um ambiente de preços flexíveis, a fixação nominal dos salários restringia a oferta de trabalho, permitindo que choques de política influenciassem a atividade econômica. A partir dessa formulação, a literatura buscou novas formas de compatibilizar expectativas racionais com imperfeições de mercado, destacando-se, entre outras, a teoria dos custos de menu de Mankiw (1985) e os modelos de rigidez real desenvolvidos por Romer e Ball (1990).

Essas imperfeições nominais e reais, sobretudo a fixação de preços e salários forneceram as bases para o surgimento da escola Novo-Keynesiana, que posteriormente deu sustentação ao chamado Novo Consenso Macroeconômico (NCM). Nesse enquadramento, a estabilidade de preços tornou-se a meta primordial da política monetária, ao lado da estabilização das flutuações do produto. O regime de metas de inflação consolidou-se, então, como a estratégia dominante: os bancos centrais passaram a anunciar uma meta numérica para a inflação de médio prazo e a utilizar a taxa de juros de curto prazo como principal instrumento de política (Blanchard; Johnson, 2017; Clarida; Galí; Gertler, 1999). Diferentemente das formulações monetaristas, baseadas no controle da quantidade de moeda, a política monetária no NCM adota

---

<sup>1</sup> Ver Lucas e Rapping (1969) e Lucas (1972/1976).

uma perspectiva wickseliana, em que o juro nominal é o instrumento de condução e a moeda assume caráter endógeno, operacionalizada via regra de Taylor (1993).

Nos modelos Novo-Keynesianos, a taxa de juros real é o instrumento central da política monetária, afetando diretamente a demanda agregada e, por consequência, a inflação. O modelo de referência do NCM sugere que a política ótima é aquela que mantém a inflação estável, implicando que, no longo prazo, o hiato do produto tenderia a zero (Clarida; Galí; Gertler, 1999). Todavia, diante de choques de demanda ou de oferta, a autoridade monetária deve ajustar a taxa de juros de forma a balancear a estabilidade de preços e de atividade. Clarida, Galí e Gertler (1999) mostram que, para garantir essa estabilidade, o banco central deve elevar a taxa nominal de juros mais do que proporcionalmente ao aumento da inflação esperada, em conformidade com o Princípio de Taylor. Ademais, os autores destacam que o regime de metas de inflação conduz a um processo de convergência gradual da inflação ao alvo, evitando mudanças abruptas de política, salvo em situações de forte instabilidade.

O Novo Consenso Macroeconômico (NCM) costuma ser representado por um modelo sintético de três equações: a curva IS, que descreve a demanda agregada; a curva de Phillips em sua forma híbrida, que relaciona inflação presente e expectativas; e, por fim, uma regra de política monetária ao estilo de Taylor (1993, 1999). Este último foi pioneiro ao estruturar uma função de reação segundo a qual a taxa nominal de juros responde de maneira sistemática tanto à inflação quanto ao hiato do produto. Em sua formulação original, Taylor demonstrou que a adoção de tal regra contribuiria para a credibilidade da política monetária, na medida em que fornecia um mecanismo de ancoragem das expectativas inflacionárias e maior previsibilidade às decisões dos formuladores de política. Como já haviam destacado Barro e Gordon (1983), credibilidade é um elemento essencial em regimes baseados em regras, sendo ela a solução encontrada pela literatura para superar o problema da inconsistência temporal descrito por Kydland e Prescott (1977). Assim, no enquadramento do NCM, a taxa de juros de curto prazo torna-se o principal instrumento da política monetária, devendo responder de forma intensa tanto a pressões inflacionárias quanto às condições da demanda agregada.

Apesar do protagonismo conferido ao juro na formalização do NCM, diversos autores sublinham que o regime de metas de inflação deve ser entendido como um arranjo institucional mais amplo, e não como uma regra mecânica. Bernanke e Mishkin (1997) insistem que o sistema deve ser compreendido como um processo de decisão estruturado, que exige coerência, transparência e prestação de contas. Um banco central que anuncia claramente seus objetivos, comunica de modo explícito suas ações e busca justificar suas escolhas tende a fortalecer a



ancoragem das expectativas de inflação, o que, por sua vez, reduz o custo social de estabilização.

Mishkin (2000) amplia esse argumento ao definir o regime de metas de inflação como uma estratégia “informacionalmente inclusiva”. Para ele, tal estrutura compreende:

- a) a fixação de metas numéricas explícitas para a inflação, com horizonte temporal adequado;
- b) um compromisso institucional em priorizar a estabilidade de preços;
- c) mecanismos de comunicação sistemática e clara dos objetivos;
- d) dispositivos de accountability que permitam avaliar a atuação da autoridade monetária. O autor destaca, ainda, que a condução da política não deve se basear apenas em agregados monetários, mas incorporar uma ampla gama de informações, como projeções de inflação, hiato do produto e indicadores financeiros, o que torna a regra de juros dinâmica e ajustada às mudanças no ambiente econômico.

Nesse contexto, as contribuições de Clarida, Galí e Gertler (1999) e Woodford (2003) foram decisivas para oferecer microfundamentos aos modelos Novo-Keynesianos com expectativas racionais, demonstrando que uma política de juros pode estabilizar simultaneamente produto e inflação sem gerar viés inflacionário de longo prazo. Taylor (1993, 1999) consolidou o entendimento da reação sistemática da taxa de juros como instrumento central. Bernanke e Mishkin (1997, 2007) enfatizaram a relevância da transparência e da comunicação pública, enquanto Blanchard (2003, 2017) reforçou a ideia de que manter a inflação baixa constitui o objetivo social ótimo e que o regime de metas, ao institucionalizar o uso da taxa de juros como ferramenta principal, consolidou a visão contemporânea da política monetária.

Dessa forma, o regime de metas de inflação caracteriza-se por estabelecer previamente uma referência nominal que orienta as expectativas dos agentes, ao mesmo tempo em que permite ajustes nos instrumentos do banco central diante de choques ou desequilíbrios conjunturais. Ao conferir previsibilidade e disciplina à política monetária, a regra reduz a tentação de escolhas discricionárias, que poderiam corroer a credibilidade da instituição.

Ainda assim, a eficácia do regime depende crucialmente da credibilidade da autoridade monetária, a qual, por sua vez, está estreitamente ligada à sua autonomia. Mishkin (2000) ressalta que a estabilidade de preços só pode se tornar de fato a prioridade da política se houver compromisso institucional robusto nesse sentido. Em termos práticos, isso implica garantir autonomia formal ou de fato ao banco central, isolando-o de pressões políticas de curto prazo, especialmente as relacionadas a políticas fiscais expansionistas. Tal arranjo institucional é visto

como a forma mais eficiente de evitar o chamado “viés inflacionário”, frequentemente associado à busca de ganhos imediatos por parte de governos que desconsideram os custos intertemporais de tais escolhas.

Diante do destaque do Novo Consenso Macroeconômico (NCM) na literatura e na prática da política monetária, diferentes críticas foram direcionadas ao seu arcabouço. Arestis e Sawyer (2003) apontam que o regime de metas de inflação, ao centralizar o controle inflacionário na manipulação da taxa de juros, relega a política fiscal a uma função acessória de assegurar a sustentabilidade da dívida pública. Tal interpretação é compartilhada inclusive por economistas do *mainstream*. Blanchard e Summers (2019), por exemplo, reconhecem três limitações centrais:

- a) o modelo de três equações, ancorado na hipótese de uma taxa de juros natural, tende a enquadrar a política fiscal dentro da equivalência ricardiana, esvaziando sua capacidade estabilizadora; essa visão, contudo, foi questionada após a crise de 2008, quando a queda significativa dos juros reais em diversas economias avançadas expôs situações de armadilha da liquidez, re colocando a política fiscal como instrumento crucial de estabilização;
- b) os ciclos não são necessariamente lineares e choques temporários podem gerar efeitos persistentes, levando à histerese do produto e do emprego;
- c) a suposição de que o sistema financeiro é autoestabilizador mostrou-se inadequada, uma vez que crises financeiras podem transbordar para o lado real, demandando intervenção ativa das políticas econômicas.

Na mesma direção, Stiglitz (2016) critica o núcleo teórico do NCM por negligenciar o papel dos bancos, do crédito e das interações financeiras, ignorando o “canal de crédito” da política monetária e a possibilidade de instabilidade endógena. Além disso, autores como Arestis (2009) e Hein e Stockhammer (2009) questionam a validade de conceitos como a taxa natural de juros e a NAIRU, argumentando que eles desconsideram os efeitos de histerese, nos quais a demanda agregada condiciona o equilíbrio de longo prazo. Para Teixeira e Missio (2011), o problema é ainda mais profundo: a moeda é endógena, criada pelo sistema bancário, e, portanto, não-neutra mesmo no longo prazo, o que rompe com a dicotomia clássica entre real e monetário pressuposta pelo consenso.

Na prática, segundo Arestis (2009), o regime de metas de inflação revelou fragilidades teóricas importantes. Primeiro, o modelo de três equações mostrou-se incapaz de antecipar riscos financeiros e bolhas de ativos, aspecto evidenciado pela crise de 2008. Ao restringir seu foco ao comportamento do índice de preços ao consumidor, o regime poderia encobrir

vulnerabilidades financeiras crescentes. Segundo, a estratégia falha em lidar adequadamente com inflações de origem em choques de oferta, já que, ao se apoiar no trade-off de curto prazo da Curva de Phillips, transfere para a sociedade elevados custos sociais de desinflação.

No campo empírico, os resultados também suscitam debates. Gonçalves e Salles (2008), por meio de diferenças-em-diferenças aplicadas a 36 economias emergentes (13 delas adotantes do RMI), concluíram que o regime esteve associado a reduções estatisticamente significativas tanto da inflação quanto da volatilidade do crescimento. Mendonça e Souza (2011), utilizando *propensity score matching* em um painel de 180 países (29 com regime de metas) no período 1990-2007, reforçam essa evidência ao estimarem que a adoção do RMI reduziu a inflação em cerca de 5 pontos percentuais e diminuiu sua volatilidade. Para economias avançadas, contudo, os autores sugerem que o regime pode não trazer ganhos expressivos. A experiência brasileira descrita por Fraga, Goldfajn e Minella (2003) oferece uma interpretação para essa diferença: em mercados emergentes, mais expostos a choques externos e com menor credibilidade inicial, o regime de metas funciona como uma “tecnologia institucional”, cujo êxito depende de elevada transparência e comunicação clara, essenciais para a gestão de desvios em relação às metas.

Além dos resultados macroeconômicos de inflação e produto, a literatura também enfatiza o canal central do regime: a ancoragem das expectativas. Gurkaynak, Levin e Swanson (2010) identificam evidências diretas desse mecanismo ao compararem Reino Unido e Suécia, ambos com metas de inflação, com os Estados Unidos, que à época não adotavam o regime. A análise das taxas de retorno de títulos públicos revelou que, nas economias com metas explícitas, a inflação implícita de longo prazo era pouco sensível a notícias macroeconômicas, ao contrário da evidência norte-americana. Esse resultado sugere que uma meta crível atua como âncora das expectativas de inflação de longo prazo.

De forma complementar, Mishkin e Schmidt-Hebbel (2007), em análise de painel, mostram que o regime de metas auxilia países a reduzir a inflação de longo prazo e a moderar a resposta a choques de petróleo e câmbio. Embora não garanta desempenho superior aos países de alta credibilidade que não adotaram o regime, possibilita uma convergência a melhores práticas internacionais, reforçando o papel da âncora nominal. Mais recentemente, Bernanke e Blanchard (2024), ao examinar o episódio inflacionário pós-pandemia da COVID-19 em 11 economias, concluíram que a credibilidade das metas foi crucial para impedir que os choques de oferta de 2021-2022 se transformassem em espirais persistentes de preços e salários, mantendo assim as expectativas ancoradas.

### 3 CONTEXTO BRASILEIRO

A economia brasileira atravessou os anos 1980 sob um ambiente de inflação persistentemente elevada, resultado da combinação entre fragilidade fiscal, forte indexação e choques externos sucessivos. As tentativas de estabilização implementadas naquele período reuniam diferentes graus de controle de preços e rendas e costumavam produzir alívios apenas temporários. A estrutura de indexação, já bastante enraizada no comportamento dos agentes, fazia com que a inflação apresentasse forte inércia, de modo que mesmo iniciativas bem desenhadas tinham dificuldade para romper o padrão de realimentação contínua dos preços.

Esse quadro começou a se alterar com o Plano Real, lançado em 1994. A estratégia adotada, mais gradual e com forte ênfase na coordenação das expectativas, conseguiu interromper o processo inflacionário ao promover a desindexação por meio da URV e ao introduzir uma nova moeda com apoio inicial de um regime cambial administrado. Embora a estabilização tenha sido bem-sucedida, o regime cambial passou a ser pressionado por crises externas ao longo da segunda metade da década de 1990, o que culminou em 1999 com a adoção do câmbio flutuante.

Foi nesse contexto que surgiu a tentativa de implementação do arcabouço teórico do Novo Consenso Macroeconômico no Brasil a partir da adoção formal do Regime de Metas de Inflação (RMI), instituído em junho de 1999 pelo Decreto Presidencial nº 3.088/1999. Essa medida foi parte integrante do conjunto de reformas que consolidaram o chamado Tripé Macroeconômico. Como destacam Piza e Dias (2006), o RMI brasileiro foi desenhado como um sistema de política monetária baseado em uma meta explícita de inflação e em uma função de reação conduzida pelo Banco Central do Brasil (BCB), refletindo os princípios fundamentais do NCM. Bogdanski, Tombini e Werlang (2000) ressaltam que essa função de reação incorporava quatro equações estruturais, das quais três correspondiam diretamente às do modelo canônico discutido anteriormente.

O Decreto 3.088/1999 estabeleceu, de forma detalhada, as diretrizes para a operacionalização do regime. Ao Conselho Monetário Nacional (CMN) caberia a responsabilidade de definir a meta de inflação, os intervalos de tolerância e os prazos de convergência em situações de desvio (Brasil, 1999). A escolha do índice de preços utilizado como referência foi delegada ao Ministro da Fazenda, sendo definido o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Essa decisão se justificava pela longa tradição do IPCA como parâmetro de indexação de preços e salários no Brasil, em virtude do Decreto 91.990/1985, o que favorecia sua aceitação como referência oficial de estabilidade nominal (Brasil, 1985).

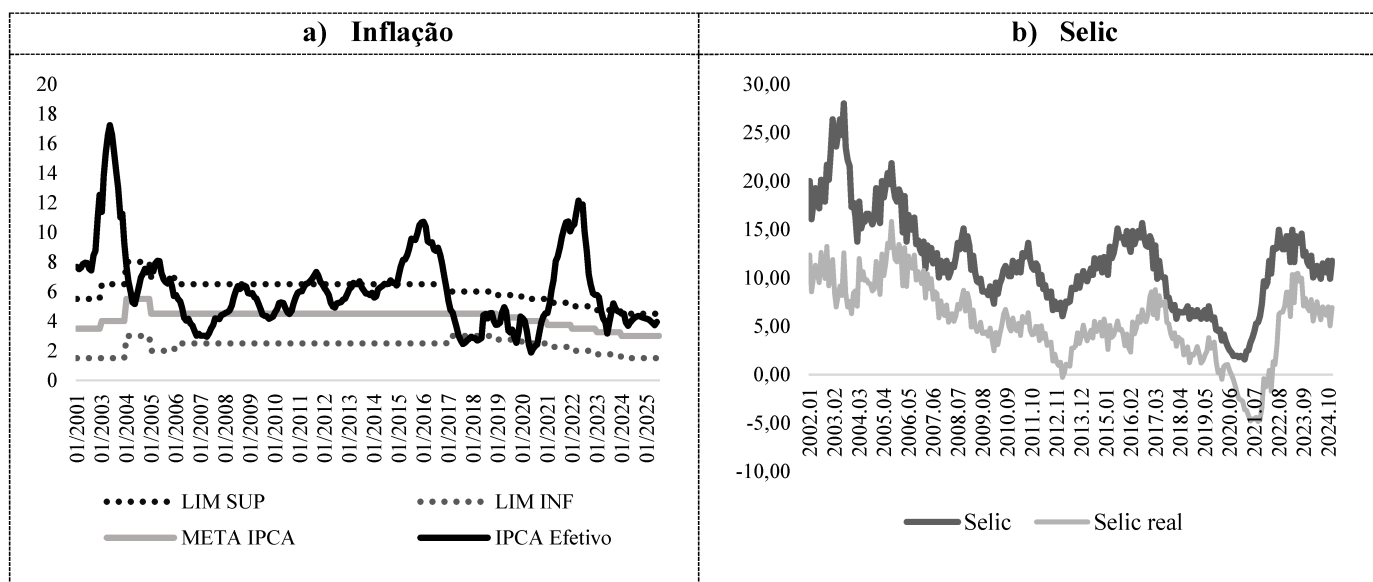
Mais do que definir uma meta e um instrumento de política, o RMI representou um avanço institucional em termos de governança monetária. O Decreto estabeleceu mecanismos que reforçaram a transparência e a *accountability* do BCB. O Artigo 5º determinava a publicação trimestral do Relatório de Inflação, documento destinado a fornecer informações sobre a evolução do IPCA e sobre as decisões de política monetária. Já o Artigo 4º previa que, em caso de descumprimento da meta, o presidente do BCB deveria encaminhar uma “carta aberta” ao Ministro da Fazenda explicando formalmente as razões do desvio. Esse processo foi posteriormente aprofundado com o Decreto nº 61/2021, que obrigou a divulgação das atas das reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom) em até quatro dias úteis após sua realização. Em conjunto, tais dispositivos consolidaram um regime de política monetária mais transparente e sujeito a mecanismos institucionais de prestação de contas (Brasil, 2021).

A credibilidade adquirida com essas medidas foi central para a consolidação do regime no Brasil, visto que a eficácia do RMI depende, em grande medida, da capacidade da autoridade monetária de convencer os agentes econômicos de que a meta será perseguida e alcançada. Nesse sentido, o RMI passou a integrar o Tripé Macroeconômico, composto por câmbio flutuante, disciplina fiscal e metas de inflação, que, de acordo com Giambiagi e Além (2008), foi concebido como forma de resguardar a estabilidade de preços conquistada com o Plano Real. Apesar de seus avanços institucionais, a consolidação do regime revelou também um problema estrutural remanescente: a permanência de taxas de juros reais muito superiores às observadas internacionalmente. Diversos autores heterodoxos destacam que essa característica não pode ser entendida apenas como reflexo de pressões inflacionárias de curto prazo, mas sim como consequência de fatores institucionais, financeiros e históricos que condicionam o funcionamento da política monetária no Brasil. Estudos como os de Bresser-Pereira e Nakano (2002) argumentam que o país opera sob um regime de taxas de juros cronicamente elevadas devido à combinação de apreciação cambial, fragilidades externas e um viés pró-juros incorporado na própria lógica de estabilização pós-Real. Conforme observam Biondi e Toneto (2008), cada pilar desempenhava papel específico:

- a) o câmbio flutuante, responsável por ajustar automaticamente os desequilíbrios externos;
- b) a política fiscal, voltada à contenção da demanda agregada e à sustentação da flexibilidade cambial;
- c) o regime de metas de inflação, atuando como âncora nominal para o sistema econômico.

É relevante destacar que, apesar do sólido arcabouço normativo que sustentou o Regime de Metas de Inflação (RMI), sua implementação ocorreu em um contexto institucional caracterizado pela ausência de autonomia formal do Banco Central do Brasil (BCB). Desde a adoção do regime, em 1999, até a promulgação da Lei Complementar nº 179, de fevereiro de 2021 que conferiu independência legal à autoridade monetária o BCB permaneceu subordinado administrativamente ao Poder Executivo (Brasil, 2021). Assim, por mais de duas décadas de vigência do RMI, a condução da política monetária esteve sujeita a graus variáveis de autonomia de facto, dependendo da disposição política dos governos em exercício. Tal assimetria entre a autonomia normativa e a autonomia operacional pode ter contribuído para episódios recorrentes de descumprimento das metas de inflação no período, conforme ilustrado na Figura 1a.

**Figura 1 – Inflação, Meta e Política Monetária no Brasil**



Fonte: o autor com dados do IBGE [2025] e Banco Central do Brasil [2025].

Nota: Inflação acumulada em 12 meses.

Essa limitação institucional implicava que, embora o BCB operasse sob um regime de metas formalmente crível e ancorado em boas práticas internacionais, sua efetiva independência na definição da taxa de juros e na comunicação da política monetária era condicionada por fatores políticos e fiscais. Em outras palavras, a credibilidade do regime esteve parcialmente comprometida pela ausência de garantias legais que assegurassem à autoridade monetária a liberdade necessária para ajustar a política de acordo com a trajetória esperada da inflação.

A trajetória da política monetária sob o Regime de Metas de Inflação (RMI) não foi linear desde sua adoção em 1999. Nos primeiros anos de vigência, o regime enfrentou revisões e adaptações: em 2002, o Banco Central do Brasil (BCB) não conseguiu cumprir a meta

estabelecida, o que levou à emissão de carta aberta em janeiro de 2003 e à redefinição das metas para os exercícios de 2003 e 2004. De modo geral, a autoridade monetária adotou um comportamento gradualista na condução da taxa básica de juros (Selic), evitando ajustes abruptos e priorizando a previsibilidade das ações. Tal postura, caracterizada por um elevado grau de orientação *forward-looking*, refletia a ênfase na resposta a desvios inflacionários esperados, conforme documentado por Schio, Sato e Hasegawa (2020). Essa combinação entre prudência operacional e ênfase nas expectativas contribuiu, nos primeiros anos, para consolidar a credibilidade institucional e manter a inflação dentro de patamares controlados.

No entanto, ao longo das mais de duas décadas de funcionamento do regime, é possível identificar mudanças de orientação na política macroeconômica. A literatura costuma agrupar esses períodos em dois grandes arranjos de coordenação: o Tripé Macroeconômico e a Nova Matriz Macroeconômica (NMM), este último sendo orientado justamente pelos altos juros consumados na economia brasileira. O primeiro, segundo Oreiro (2015), teria vigorado entre 1999 e 2011, com foco em três objetivos centrais: estabilizar a relação dívida/PIB, assegurar a estabilidade de preços e ampliar o espaço de atuação da política monetária no âmbito doméstico, reduzindo a dependência de ajustes via balanço de pagamentos. O autor considera que essa configuração logrou êxito em alcançar tais metas.

O marco exato da transição entre os regimes, contudo, não é consensual. Werneck (2011) argumenta que a reorientação da política macroeconômica decorreu da resposta à crise financeira global de 2008, ainda que sinais de mudança já pudessem ser percebidos anteriormente.

A partir de 2011, observa-se um redirecionamento do paradigma de política econômica, com a implementação da Nova Matriz Macroeconômica, vigente até aproximadamente 2014, segundo Bonelli (2016). Este novo arranjo implicou redução da autonomia operacional do Banco Central, o que se refletiu na adoção de uma meta implícita de inflação situada próxima ao teto do intervalo de tolerância, conforme argumenta Santos (2022). O BCB passou a adotar uma postura mais discricionária, voltada a reduzir a taxa real de juros e promover uma depreciação cambial, buscando estimular a atividade econômica e reverter o processo de desindustrialização relativa.

Contudo, essa flexibilização da política monetária e o enfraquecimento da âncora nominal produziram custos reputacionais significativos para a autoridade monetária, especialmente no que tange à credibilidade do regime de metas e à previsibilidade das expectativas de inflação.

No início de 2011, com o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) atingindo 6%, portanto, acima da meta central de 4,5% e próximo ao limite superior do intervalo de tolerância de 6,5%, o Banco Central do Brasil (BCB) adotou uma postura de endurecimento monetário, conforme documentam Bonomo *et al.* (2024). Segundo os autores, entre janeiro e julho daquele ano, a autoridade monetária promoveu cinco elevações consecutivas da taxa Selic, que passou de 10,75% para 12,25%. Após a última elevação de 0,25 ponto percentual, o BCB anunciou, em julho, um novo aumento para 12,50%. Contudo, de forma inesperada, na reunião subsequente decidiu reduzir a Selic em 0,50 ponto percentual, decisão que contrariou amplamente as expectativas de mercado e introduziu um elemento de surpresa na política monetária.

Como ilustrado na Figura 1B, nas doze reuniões seguintes, o Comitê de Política Monetária (Copom) implementou uma sequência de cortes, reduzindo a taxa básica de juros para 7,25%. Esse movimento ocorreu em um contexto de inflação persistentemente acima da meta, o que configurou, segundo Bonomo *et al.* (2024), uma situação de afrouxamento monetário diante de pressões inflacionárias, comprometendo a ancoragem das expectativas e gerando perdas reputacionais para a autoridade monetária.

O estímulo monetário resultante impulsionou a demanda agregada, alinhando-se aos objetivos da Nova Matriz Macroeconômica (NMM), que buscava reativar o crescimento e favorecer o setor industrial. No entanto, tal expansão da demanda contribuiu para a aceleração inflacionária, levando o BCB, em 2013, a reverter o ciclo com um aumento acumulado de 350 pontos-base na taxa Selic, interrompendo temporariamente o processo de aperto antes das eleições presidenciais, conforme relatado por Pastore (2024).

Nesse contexto, Barbosa, Camêlo e João (2016) analisaram a regra de Taylor aplicada ao Brasil no período de 2003 a 2015, empregando o Método dos Momentos Generalizados (GMM). O estudo teve como objetivo estimar a taxa de juros natural e avaliar a função de reação do BCB. Os resultados indicaram que, a partir de 2011, ocorreu uma alteração estrutural na condução da política monetária, com o Banco Central passando a atribuir maior peso ao hiato do produto em detrimento do desvio inflacionário, evidenciando uma mudança na função de preferências da autoridade monetária durante o período da NMM.

Assim como não há consenso sobre o marco exato de transição do Tripé Macroeconômico para a NMM, tampouco há uniformidade quanto ao término desse padrão de gestão. A partir de 2015, a conjunção entre forte retração do produto e inflação persistentemente elevada encerrou a fase de maior discricionariedade, dando início a um processo de



reconvergência às diretrizes do Tripé Macroeconômico, em um período que a literatura tem denominado pós-Nova Matriz Macroeconômica (pós-NMM).

De acordo com Salomão e Gomes da Silva (2024), o grau elevado de discricionariedade observado entre 2011 e 2014, somado ao ambiente de incerteza política, produziu resultados macroeconômicos desfavoráveis com inflação acima da meta e deterioração das condições do mercado de trabalho, cujos efeitos se estenderam inclusive após a mudança de regime.

No campo institucional, as reformas empreendidas a partir desse período buscaram restaurar os fundamentos de credibilidade e previsibilidade da política monetária. Entre as medidas mais relevantes destacam-se a Lei Complementar nº 179/2021, que conferiu autonomia legal ao Banco Central, e o Decreto nº 12.079/2024, que alterou a operacionalização do RMI, substituindo o horizonte de convergência baseado em ano-calendário por um período móvel de 12 meses, a vigorar a partir de 2025.

Enquanto a autonomia formal visava reconstruir a reputação institucional do BCB após os anos de elevada discricionariedade, a adoção de um horizonte contínuo de convergência buscou aperfeiçoar o mecanismo operacional do regime de metas, tornando-o mais coerente com as defasagens temporais da política monetária. Isso porque, conforme amplamente reconhecido na literatura, os efeitos de uma contração monetária sobre a inflação se manifestam apenas após um intervalo estimado entre 6 e 9 meses. Dessa forma, o modelo anterior, que exigia o cumprimento da meta dentro do mesmo ano-calendário impunha rigidez excessiva, dificultando a absorção de choques ocorridos no segundo semestre e aumentando a probabilidade de descumprimentos formais das metas, mesmo sob uma política coerente de médio prazo.

Como foi discutido, o conjunto de medidas institucionais e operacionais implementadas desde a adoção do Regime de Metas de Inflação (RMI) no Brasil foi bem-sucedido em preservar a estabilidade nominal e em manter a inflação sob controle ao longo do tempo. Todavia, nota-se que o Banco Central do Brasil (BCB) enfrenta uma dificuldade estrutural em promover a convergência plena do IPCA para o centro da meta, fenômeno recorrente ao longo de todo o período de vigência do regime.

Essa limitação é particularmente relevante quando se considera o patamar elevado das taxas de juros reais e nominais praticadas no país. A persistência de inflação acima da meta, mesmo diante de uma postura monetária consistentemente restritiva, evidencia uma fragilidade específica do RMI no contexto brasileiro, possivelmente associada a elementos de inércia inflacionária, indexação de preços e expectativas desancoradas, que reduzem a potência da taxa de juros como instrumento de estabilização.

Em síntese, embora o RMI tenha se mostrado eficaz como âncora nominal e contribuído para a consolidação da estabilidade de preços após o Plano Real, sua eficácia operacional em assegurar a convergência estrita da inflação para a meta permanece limitada, refletindo desafios estruturais da economia brasileira que transcendem o escopo estrito da política monetária.

4 PROCEDIMENTOS EMPÍRICOS

A presente monografia tem como propósito examinar a condução da política monetária brasileira sob o arcabouço teórico do Novo Consenso Macroeconômico (NCM), avaliando em que medida suas premissas se verificam empiricamente no contexto nacional. Para isso, serão realizadas estimações de um modelo Novo-Keynesiano de três equações, devidamente ajustado às especificidades da economia brasileira e à dinâmica de transmissão da política monetária no país.

Antes da apresentação das estratégias empíricas e dos métodos de estimação, faz-se necessária uma breve descrição dos dados e variáveis utilizados na análise. A base de dados considerada possui frequência mensal e abrange o período compreendido entre janeiro de 2003 e dezembro de 2024, contemplando, portanto, distintos regimes de política econômica e fases do Regime de Metas de Inflação (RMI).

O Quadro 1 sintetiza as variáveis selecionadas, seus respectivos tratamentos econométricos, além das fontes de dados oficiais utilizadas. Essa etapa é essencial para assegurar a consistência das estimações e a comparabilidade dos resultados obtidos, fornecendo um panorama claro do conjunto informacional sobre o qual se assenta a análise empírica subsequente.

Quadro 1 - Dados e Glossário

Símbolo	Especificação	Fonte
$\pi$	IPCA (% acumulado em 12 meses)	IBGE
$Et(\pi)$	Expectativa de inflação – IPCA (% acumulado em 12 meses)	BCB
$i$	Taxa de Juros – Over/Selic (% anualizado)	BCB
$r$	Taxa real de juros – Selic deflacionada pelo IPCA (% anualizado)	BCB
$\varepsilon$	Taxa de câmbio – R\$/US\$ - Comercial/compra – fim período	BCB
$Y$	Log do IBC-Br ( <i>proxy</i> do PIB)	BCB
$(Y_n - Y_{t-1})$	Hiato do log do IBC-BR estimado via filtro HP.	BCB
$(u_n - u_{t-n})$	Hiato das horas trabalhadas estimado via filtro HP.	CNI

Fonte: o autor  
Nota: Banco Central do Brasil (BCB), Confederação Nacional da Indústria (CNI), Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

Como discutido ao longo das seções anteriores, o Novo Consenso Macroeconômico é resumido no modelo de três equações de Clarida, Gali e Gertler (1999). Tais modelos contém

uma Curva IS *backward looking* caracterizado pela influência das defasagens da atividade  $Y_{t-1}$  também da taxa real de juros  $r_t$  produzindo efeitos na atividade contemporânea. O modelo contempla também uma Curva de Phillips híbrida Novo-Keynesiana, representando o lado da oferta, isto é, a inflação é explicada tanto pelas suas defasagens  $\pi_{t-1}$ , quanto pelas suas expectativas  $E_t\pi_{t+1}$ , e pela fase do ciclo ( $Y_n - Y_{t-1}$ ). Além de uma função de reação do BC caracterizado por uma Regra de Taylor (1993), aqui estimada para uma economia com setor externo, caracterizada pela inclusão da taxa nominal de câmbio  $[\varepsilon]$ . No modelo que será apresentado, a autoridade monetária decide a taxa de juros nominal observando a inflação presente  $[\pi_t]$ , a expectativa de inflação futura  $[E_t(\pi_{t+1})]$ , o hiato do produto  $[Y]$ .

O modelo base foi estimado utilizando o índice de atividade econômica do Banco Central (IBC-Br) como *proxy* para o produto, em forma logarítmica na Curva IS. Na Curva de Phillips e na Regra de Taylor, o hiato do produto foi obtido a partir do filtro de Hodrick-Prescott (HP). Devido à disponibilidade do IBC-Br a partir de 2003, o período amostral compreende dados mensais de janeiro de 2003 a dezembro de 2024.

$$Y_t = \delta_1 + \beta_1 Y_{t-n} - \beta_2 r_t + \epsilon_{t1} \quad (1)$$

$$\pi_t = \delta_2 + \alpha_1 \pi_{t-n} + \alpha_2 E_t \pi_{t+1} + \alpha_3 (Y_n - Y_{t-n}) + \epsilon_{t2} \quad (2)$$

$$i_t = \delta_3 + \theta_1 \pi_t + \theta_2 E_t \pi_{t+1} + \theta_3 (Y_n - Y_{t-n}) + \theta_4 \varepsilon_t + \epsilon_{t3} \quad (3)$$

Como exercício de robustez, estimou-se uma segunda especificação do modelo, na qual a variável representativa do ciclo econômico baseada no IBC-Br foi substituída pelo índice de horas trabalhadas na indústria ( $u_n - u_{t-n}$ ). Essa alteração teve por objetivo verificar a sensibilidade dos resultados em relação à escolha da proxy de atividade econômica.

A substituição foi implementada apenas na Curva de Phillips e na Regra de Taylor, preservando-se a estrutura original da Curva IS. Em razão da maior disponibilidade histórica da série de horas trabalhadas, essa segunda estimação foi realizada para um período amostral ampliado, abrangendo o intervalo de janeiro de 2002 a dezembro de 2024. O novo conjunto de equações que compõe essa especificação alternativa está apresentado nas equações (4), (5) e (6) a seguir:

$$Y_t = \delta_4 + \beta_1 Y_{t-n} - \beta_2 r_t + \epsilon_{t4} \quad (4)$$

$$\pi_t = \delta_5 + \alpha_1 \pi_{t-n} + \alpha_2 E_t \pi_{t+1} + \alpha_3 (u_n - u_{t-n}) + \epsilon_{t5} \quad (5)$$

$$i_t = \delta_6 + \theta_1 \pi_t + \theta_2 E_t \pi_{t+1} + \theta_3 (u_n - u_{t-n}) + \theta_4 \varepsilon_t + \epsilon_{t6} \quad (6)$$

Em ambas as especificações, os coeficientes  $\delta_1$ ,  $\delta_2$ ,  $\delta_3$ ,  $\delta_4$ ,  $\delta_5$  e  $\delta_6$  representam os interceptos das equações IS, Curva de Phillips (CPh) e Regra de Taylor (MR), respectivamente. A família de parâmetros  $\beta$  corresponde aos coeficientes de inclinação da Curva IS, enquanto os

parâmetros  $\alpha$  indicam as inclinações associadas à Curva de Phillips, e os  $\theta$  referem-se à Regra de Taylor. Os termos  $\epsilon_{t1}$ ,  $\epsilon_{t2}$ ,  $\epsilon_{t3}$ ,  $\epsilon_{t4}$ ,  $\epsilon_{t5}$  e  $\epsilon_{t6}$  representam os erros estocásticos das equações (1) a (6), respectivamente.

Como mencionado anteriormente, ao longo da vigência do Regime de Metas de Inflação no Brasil, ocorreram diversas discontinuidades, especialmente relacionadas ao grau de autonomia da política monetária. Esses episódios podem ter afetado a relação entre as variáveis macroeconômicas, introduzindo potenciais não linearidades que um modelo único estimado para todo o período poderia não capturar adequadamente.

Nesta análise, a estratégia adotada para lidar com essa questão foi a divisão temporal da amostra conforme os regimes de política macroeconômica discutidos anteriormente. Assim, o período correspondente ao Tripé Macroeconômico é delimitado entre janeiro de 2002 (ou janeiro de 2003, conforme a disponibilidade da série) e dezembro de 2008. Em seguida, a fase associada à Nova Matriz Macroeconômica (NMM) compreende o intervalo de janeiro de 2009 a dezembro de 2015. Por fim, o período pós-Nova Matriz Macroeconômica abrange de janeiro de 2016 até dezembro de 2024. O resumo das especificações utilizadas para cada um desses períodos é apresentado a seguir:

- **Modelo 1** – Equações de (1) a (3) para o período completo 01/2003 – 12/2024.
- **Modelo 2** – Equações de (1) a (3) para o período do Tripé Macroeconômico 01/2003 – 12/2008.
- **Modelo 3** – Equações de (1) a (3) para o período da Nova Matriz 01/2009 – 12/2015
- **Modelo 4** – Equações de (1) a (3) para o período da Nova Matriz 01/2016 – 12/2024
- **Modelo 1** – Equações de (4) a (6) para o período completo 01/2003 – 12/2024.
- **Modelo 2** – Equações de (4) a (6) para o período do Tripé Macroeconômico 01/2003 – 12/2008.
- **Modelo 3** – Equações de (4) a (6) para o período da Nova Matriz 01/2009 – 12/2015
- **Modelo 4** – Equações de (4) a (6) para o período da Nova Matriz 01/2016 – 12/2024

Conhecidas as especificações empíricas, o passo seguinte consiste na definição do método de estimação. Diante dos objetivos propostos neste artigo, torna-se necessário adotar uma técnica que permita estimar simultaneamente o conjunto de equações apresentadas anteriormente. Para esse fim, optou-se pelo uso do Método dos Momentos Generalizados (GMM) desenvolvido por Hansen (1982), aplicado a um sistema de equações simultâneas (GMM System).

A escolha do GMM se justifica por sua capacidade de lidar com problemas de endogeneidade, uma vez que o método admite o uso de variáveis instrumentais correlacionadas com as variáveis explicativas do modelo, mas não com o termo de erro. Seu fundamento repousa na utilização de condições de momento, isto é, restrições derivadas da teoria econômica

que determinam que a média populacional de certas funções envolvendo dados e parâmetros seja igual a zero. No presente estudo, as defasagens das variáveis explicativas foram utilizadas como instrumentos, o que apresenta a vantagem adicional de manter a consistência teórica das equações estruturais.

Um cuidado importante em modelos estimados por GMM diz respeito à proliferação de instrumentos. Embora o uso de defasagens seja eficaz para mitigar problemas de correlação serial, o excesso de instrumentos pode reduzir os graus de liberdade e comprometer a eficiência das estimativas. Para contornar essa limitação, adotou-se um critério de eficiência assintótica, estimando os modelos sobre o maior período amostral disponível (2002 a 2024 ou 2003 a 2024, conforme o caso). Ainda assim, nas quebras amostrais mencionadas anteriormente, o uso de defasagens foi aplicado com parcimônia, de modo a preservar a robustez das inferências.

A validade conjunta das condições de momento foi verificada por meio do teste J de Hansen, apropriado para modelos sobreidentificados. Esse teste avalia se os instrumentos utilizados são consistentes com as restrições teóricas do modelo. A rejeição da hipótese nula do teste indica possível má especificação, isto é, incompatibilidade entre o modelo teórico e os dados observados, conforme a interpretação de Bueno (2011).

A estimação foi realizada por meio do Método dos Momentos Generalizados (GMM), utilizando como instrumentos variáveis defasadas do próprio sistema, assumidas como ortogonais ao termo de erro contemporâneo. O conjunto de instrumentos inclui a taxa SELIC contemporânea, a taxa de juros real defasada em um período, a inflação medida pelo IPCA com uma e duas defasagens, a expectativa de inflação defasada em um período, o hiato do produto defasado em um período, a taxa de câmbio defasada em dois períodos, além de uma constante. A lista completa de instrumentos é apresentada na tabela abaixo.

<b>Instrumento</b>	<b>Variável</b>	<b>Defasagem</b>
SELIC	Taxa básica de juros nominal	Contemporânea
SELIC_REAL	Taxa de juros real	(t-1)
IPCA	Inflação	(t-1)
IPCA	Inflação	(t-2)
EXP_INF	Expectativa de inflação	(t-1)
GAP_L_IBCBR	Hiato do produto	(t-1)
CAMB	Taxa de câmbio	(t-2)
Constante	—	—

## 5 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Conhecidos os procedimentos metodológicos, pode-se agora avançar sobre a discussão dos resultados estimados. A apresentação de tais resultados pode ser vista na Tabela 1 ao lado, onde são apresentadas as estatísticas descritivas das variáveis utilizadas nas estimações. Para fins desta monografia, são apresentadas duas métricas de tendência central (média e mediana), além de três medidas de dispersão (desvio padrão; máximo e mínimo). Salienta-se, pela média do IPCA que foi de 6,22, que apesar da longa vigência do Regime de Metas de Inflação (RMI), na média, esta política econômica tem performado com inflação muito acima da média que foi de 4,5% até meados de 2019. De posse destes dados, pode-se perceber com clareza que na média a inflação no Brasil performa muito acima da meta, independentemente do valor da meta. Contrastando a mediana da inflação de 5,8% com a meta, observa-se que a inflação performou acima do centro da meta durante mais da metade dos meses observados na amostra

**Tabela 1 – Estatística descritiva**

<b>Variável</b>	<b>Média</b>	<b>Mediana</b>	<b>Desvio padrão</b>	<b>Máximo</b>	<b>Mínimo</b>
<b>Expectativa de Inflação</b>	5,12	4,90	1,55	11,59	1,60
<b>Taxa de Inflação IPCA</b>	6,22	5,77	2,84	17,24	1,88
<b>Taxa de juros Selic</b>	11,71	11,48	4,98	28,02	1,57
<b>Taxa de juros real Selic</b>	5,48	5,42	3,98	15,82	-4,85
<b>Taxa de câmbio</b>	3,17	2,91	1,27	6,10	1,56
<b>Log IBC-BR</b>	4,89	4,91	0,11	5,07	4,59
<b>Hiato horas trabalhadas</b>	1.98E-11	0,38	2,76	6,78	-18,10

Fonte: o autor.

Em suma, pela análise das estatísticas descritivas, vê-se que a inflação é muito resiliente em média e performa, muitas das vezes, de forma independente do ciclo econômico. Esse desvio médio da inflação em relação às metas propostas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) aconteceu no Brasil à despeito das elevadas taxas de juros nominais e reais médias praticadas pela autoridade monetária ao longo do período. Novamente, observando as medidas de tendência central relativas à Selic tem-se uma média de 11,7% e mediana de 11,5%. No tocante à taxa real de juros a média e mediana são relativamente próximas, 5,4% e 5,5% respectivamente, com o destaque para o fato que neste caso, a mediana performa levemente acima da média.

A análise dessas estatísticas descritivas demonstra a dificuldade operacional envolvendo o RMI inspirado no Consenso. Ao longo de mais de duas décadas captadas pela amostra, em média a inflação segue distante da meta apesar da manutenção de juros nominais e reais médios tão elevados. Isso indica que apesar de ser uma política pública longa, a operacionalização

do RMI ainda é um desafio na prática, e que o sistema de ancoragem previsto numa regra de política *forward looking*, ainda encontra dificuldades para lidar com uma inflação muito influenciada por indexações tácitas ou formais da economia brasileira.

Feita a análise das estatísticas descritivas, é preciso agora se ater ao comportamento dos dados em termos da presença, ou ausência, de raiz unitária. Nos modelos GMM aplicados à equações simultâneas (*GMM System*) é preciso que todas as séries sejam consideradas estacionárias para que se possa afastar o risco de regressão espúria. Isto é, verificar efeito causal quando não existe.

**Tabela 2 – Testes de Raiz Unitária (ADF; PP; KPSS e Ng-Perron)**

Variável	ADF	KPSS	PP	Ng-Perron
Taxa de Expectativa Inflação	-2,54 [-2,87]	0,37 [0,46]	-3,01 [-2,87]	0,20 [0,16]
Taxa de Inflação IPCA	-3,94 [-2,87]	0,23 [0,46]	-2,99 [-2,87]	0,17 [0,16]
Taxa de juros Selic	-3,16 [-2,87]	0,18 [0,14]	-3,1 [-3,42]	0,20 [0,16]
Taxa de juros real Selic	-2,91 [-2,87]	0,93 [0,46]	-3,12 [-2,87]	0,08 [0,16]
Taxa de câmbio	-1,46 [-3,42]	0,41 [0,14]	-1,34 [-3,42]	0,32 [0,16]
LOG IBC-BR	-2,6 [-3,42]	0,34 [0,14]	-4,18 [-3,42]	0,51 [0,16]
Hiato do IBC-BR	-5,53 [-2,87]	0,01 [0,46]	-10,49 [-2,87]	0,11 [0,16]
Horas trabalhadas	-1,66 [-2,87]	0,85 [0,46]	-10,43 [-2,87]	0,29 [0,16]
Hiato das horas trabalhadas	-5,94 [-2,87]	0,02 [0,46]	-5,92 [-2,87]	0,09 [0,16]

Fonte: o autor

Notas: Valores críticos a 5%. NG-Perron considerou-se MSB

Testes realizados com tendência e intercepto.

ADF, PP e NG-Perrons  $H_0$ : Raiz Unitária, KPSS:  $H_0$ : Estacionariedade

A análise da raiz unitária será feita empregando três testes distintos: os testes de Dickey-Fuller Aumentado (ADF), Phillips Perrons (PP) e Ng-Perron têm hipótese nula de presença de raiz unitária, ao passo que o Teste Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shin (KPSS) possui nula de estacionariedade. Para fins desta monografia, foram consideradas estacionárias séries que passaram por ao menos um dos três testes a 5% de significância estatística. De acordo com os

resultados apresentados na Tabela 2, os dados utilizados nas estimações podem ser considerados estacionários por ao menos um teste de raiz unitária, o que valida as estimações que serão apresentadas abaixo.

Analizados os dados em termos de estatísticas descritivas e raiz unitária, pode-se agora passar para o diagnóstico das equações. Como pode ser visto nas Tabelas 3 e 4 abaixo, os modelos estimados contemplam a análise da estatística J. A análise dos p-valores da estatística J indica que os instrumentos das estimações são válidos.

Partindo agora para a primeira leva de resultados observados na Tabela 3, onde são demonstrados os resultados dos Modelos 1 a 4, que são pautados pela utilização do IBC-Br como *proxy* da atividade econômica, começando pelo lado da demanda (Curva IS), observa-se que a defasagem do logaritmo do IBC-Br foi significativa em todos os modelos estimados, porém com uma redução na magnitude do parâmetro bastante acentuada no Modelo 3, que testa o período da Nova Matriz Macroeconômica.

No que se refere aos juros reais, ainda na Curva IS, os coeficientes foram negativos e significantes nos Modelos 1, 2 e 3. Isto não é nenhuma surpresa: a operacionalização de uma regra de política monetária aos moldes do proposto pelo Novo Consenso requer que os juros reais atuem de forma anticíclica em relação à atividade. Em outras palavras, quando a atividade econômica se encontra aquecida e há indícios de pressões inflacionárias, a teoria macroeconômica convencional prevê que a autoridade monetária responda elevando a taxa de juros. O sinal negativo obtido para os juros reais na Curva IS é consistente com essa lógica, pois indica que aumentos na taxa básica tendem a reduzir a demanda agregada, o que corresponde exatamente ao mecanismo keynesiano de transmissão da política monetária sobre a atividade. Esses resultados reforçam que, nos três primeiros modelos, a política monetária opera de forma anticíclica, em linha com o comportamento prescrito por regras do tipo Taylor e com o que se espera sob o Novo Consenso Macroeconômico.

Realmente expressivo é que a política monetária perde significância no Modelo 4, cujo recorte temporal contempla o período após a Nova Matriz Macroeconômica, o que pode ser interpretado à luz da crítica de Lucas e do problema da inconsistência dinâmica. Em suma, dado o período de intensa discricionariedade observado nos anos da Nova Matriz, resultando em perdas reputacionais expressivas para a autoridade monetária, a tentativa posterior de reconstrução das instituições pautadas nos fundamentos do Tripé tem esbarrado na descrença dos agentes racionais sobre a regra monetária no Brasil.

Já referente à Curva de Phillips (CPh), nota-se nítida predominância do componente *backward looking* da inflação, provavelmente explicada pelo elevado grau de indexação tácita



e formal dos preços no Brasil. No tocante ao componente *forward looking*, sua significância aparece principalmente no Modelo 2, correspondente ao período do Tripé. A presença estatística desse termo indica que, naquele momento, a formação das expectativas inflacionárias incorporava de maneira mais direta a credibilidade da autoridade monetária. Em contraste, a perda de significância nos demais modelos é um resultado relevante, pois sugere que a capacidade do Banco Central de influenciar antecipadamente as expectativas pode ter sido reduzida ao longo do tempo. Esse enfraquecimento pode estar associado a episódios de perda reputacional, especialmente em contextos em que a instituição se viu pressionada a acomodar flutuações da atividade ou atender objetivos não explicitamente vinculados ao regime de metas. Nessas circunstâncias, o Banco Central pode ter operado, na prática, como se dispusesse de um mandato mais amplo do que o originalmente previsto, o que tende a diminuir a força das expectativas *forward looking* e reforçar mecanismos inerciais de formação de preços.

Da mesma forma, a redução relativa dessa autonomia nos anos da Nova Matriz contribuiu para o seu enfraquecimento, o que explica a perda de significância da inflação esperada nos Modelos 3 e 4. Novamente, mesmo a tentativa de ruptura com o padrão de discricionariedade dos anos da Nova Matriz esbarrou na perda de reputação da autoridade monetária e na desancoragem das expectativas, que não voltaram a influenciar a inflação corrente na Curva de Phillips.

Uma última consideração sobre os resultados observados na Curva de Phillips (CPh) é a não significância do hiato em quase todos os modelos. Se a inflação não responde de forma sistemática às flutuações da atividade econômica, um dos principais canais de transmissão da política monetária sobre os preços — o desaquecimento da demanda para aliviar as pressões inflacionárias — torna-se inoperante.

Isso explica por que o custo de desinflação é historicamente tão elevado no Brasil. Para combater a inflação, o Banco Central do Brasil é obrigado a gerar recessões muito mais profundas e prolongadas do que seria necessário se a curva fosse mais inclinada. Adicionalmente, essa característica força a autoridade monetária a depender de canais secundários e mais voláteis, como o da taxa de câmbio, ou a manter a taxa de juros real em patamares extremamente elevados por longos períodos para tentar influenciar a inflação por outras vias, como o crédito e a sinalização de sua própria determinação.

Além disso, a elevada indexação torna a inflação relativamente independente do ciclo econômico, o que, combinado à não significância observada na Curva de Phillips, evidencia a dificuldade do Regime de Metas de Inflação (RMI) em lidar com uma inflação de natureza predominantemente acíclica.

Tabela 3 Resultados (GMM System)		Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4
		Período Todo	Tripé	NMM	Pós NMM
Curva IS	IBC-Br Defasado	0,86 (0,10)*	0,85 (0,04)*	0,49 (0,06)*	0,74 (0,04)*
	Selic Real	-0,002 (0,0005)*	-0,006 (0,001)*	-0,01 (0,002)*	0,0005 (0,0004)
Curva de Phillips	IPCA Defasado	0,92 (0,02)*	0,85 (0,02)*	1,02 (0,01)*	0,96 (0,02)*
	IPCA Esperado	0,12 (0,04)*	0,37 (0,04)*	-0,01 (0,02)	-0,02 (0,07)
	Hiato da Atividade	-1,04 (2,04)	-1,38 (2,40)	-3,85 (1,70)*	4,58 (2,61)
Regra de Taylor	IPCA	0,91 (0,14)*	0,87 (0,11)*	0,59 (0,23)*	0,09 (0,16)
	IPCA Esperado	0,46 (0,27)	-0,54 (0,19)*	-0,02 (0,17)	2,39 (0,34)*
	Hiato da Atividade	-18,32 (18,36)	-4,23 (11,47)	-53,34 (13,05)*	-24,49 (14,37)
	Taxa de Câmbio	-1,01 (0,28)*	3,55 (0,49)*	0,39 (0,58)	-0,94 (0,34)*
Estatística J		0,13	0,18	0,17	0,17

Nota: Erro padrão em parênteses: (\*) significante à 5%; Estatística J: Não rejeita H0 (validade dos instrumentos).

No tocante à Regra de Taylor, diversas descontinuidades podem ser destacadas. Em primeiro lugar, observa-se a ênfase excessiva dos juros sobre a inflação corrente (IPCA) nos Modelos 1, 2 e 3, contrastando com a não significância da inflação esperada nos Modelos 1 e 3. Esse resultado indica que, salvo em momentos de maior autonomia do Banco Central do Brasil, o sistema de âncoras monetárias não apresenta desempenho satisfatório. A significância observada da inflação esperada nos Modelos 2 e 4, correspondentes aos períodos do Tripé Macroeconômico e do pós-Nova Matriz (quando o BCB voltou a operar com elevada autonomia tácita, até a aprovação da sua autonomia legal em 2021), demonstra que a efetividade de um regime baseado em âncoras, como o de metas de inflação depende de um grau consistente de independência operacional, o que não se verificou ao longo de todo o período amostral.

Em outras palavras, após a experiência da Nova Matriz Macroeconômica, as reformas que sucederam aquele período de elevada discricionariedade contribuíram para restabelecer um comportamento mais *forward looking* na função de reação do Banco Central, com uma postura relativamente mais “agressiva”. Nesse contexto, buscou-se reconstruir a credibilidade da autoridade monetária, esforço consolidado com a aprovação da autonomia formal do BCB por meio da Lei nº 179/2021.

Contudo, ao contrastar esses resultados com os observados na Curva de Phillips, evidencia-se uma nova disfunção nos anos mais recentes (Modelo 4, referente ao pós-Nova Matriz). Os parâmetros estimados indicam um esforço deliberado para restaurar a âncora

monetária na Regra de Taylor; entretanto, a dinâmica inflacionária revelada pela CPh sugere que os preços têm sido determinados por fatores distintos daqueles associados à âncora. Assim, identifica-se uma fragilidade operacional do Regime de Metas de Inflação, que tenta impor uma regra de natureza *forward looking* em uma economia cuja inflação permanece predominantemente *backward looking*. Essa fragilidade foi agravada pelas perdas reputacionais acumuladas durante o período de elevada discricionariedade da Nova Matriz Macroeconômica.

Um aspecto particularmente relevante das estimativas é o fato de o hiato do produto só apresentar significância estatística durante o período da Nova Matriz Macroeconômica. Esse resultado é pouco convencional quando comparado ao comportamento observado nos demais modelos e pode sinalizar uma mudança substantiva na condução da política monetária naquele intervalo. A perda de foco no cumprimento rigoroso da meta de inflação, combinada com maior tolerância a desvios e com menor peso atribuído ao horizonte de convergência, sugere que a função de preferência do Banco Central pode ter se alterado temporariamente, concedendo maior prioridade a objetivos relacionados ao nível de atividade. Nesse ambiente, é plausível que a autoridade monetária tenha reagido de forma mais intensa aos ciclos econômicos, o que reforça a significância do hiato justamente no período em que o regime esteve mais distante de seu desenho original. A simultânea perda de significância da inflação esperada e o aumento da importância estatística da inflação passada reforçam esse diagnóstico: indica-se um sistema em que a política monetária perdeu capacidade de ancorar expectativas e passou a operar de maneira mais reativa, menos orientada para o futuro e mais sensível às condições correntes da economia. Esse conjunto de evidências aponta para uma reorientação da política monetária na fase da NMM, em que pressões políticas e objetivos extrínsecos ao Regime de Metas podem ter comprometido a eficácia da âncora nominal.

Como exercício de robustez, foram estimados mais quatro modelos (de 5 a 8), apresentados na Tabela 4, substituindo-se o IBC-Br pelo índice de horas trabalhadas na indústria como *proxy* do ciclo econômico. A Curva IS manteve comportamento similar ao dos modelos anteriores: a atividade econômica foi explicada por suas defasagens e os juros reais exerceram efeitos negativos em todos os casos, com exceção do Modelo 8, referente ao período pós-Nova Matriz. Quanto à Curva de Phillips, observou-se novamente a predominância do componente *backward looking*, refletindo uma inércia inflacionária persistente — característica estrutural associada a décadas de inflação elevada e à consequente indexação crônica da economia. Assim como nos modelos anteriores, as expectativas de inflação perdem significância durante a Nova Matriz e no período subsequente, resultado compatível com a forte

deterioração da ancoragem de expectativas decorrente da condução discricionária da política monetária naquele intervalo.

<b>Tabela 4 – Resultados GMM</b>		<b>Modelo 1</b>	<b>Modelo 2</b>	<b>Modelo 3</b>	<b>Modelo 4</b>
		<b>Período Todo</b>	<b>Tripé</b>	<b>NMM</b>	<b>Pós NMM</b>
<b>Curva IS</b>	<b>IBC-Br Defasado</b>	0,90 (0,01)*	0,90 (0,04)*	0,74 (0,09)*	0,90 (0,04)*
	<b>Selic Real</b>	-0,002 (0,0005)*	-0,005 (0,001)*	-0,009 (0,002)*	-0,0004 (0,0004)
<b>Curva de Phillips</b>	<b>IPCA Defasado</b>	0,94 (0,02)*	0,87 (0,02)*	1,05 (0,01)*	0,96 (0,02)*
	<b>IPCA Esperado</b>	0,09 (0,05)*	0,36 (0,03)*	0,03 (0,02)	-0,05 (0,06)
	<b>Hiato da Emprego</b>	0,04 (0,01)*	0,03 (0,04)	0,02 (0,01)*	0,06 (0,02)*
<b>Regra de Taylor</b>	<b>IPCA</b>	0,86 (0,15)*	0,77 (0,11)*	1,40 (0,20)*	0,18 (0,19)
	<b>IPCA Esperado</b>	0,73 (0,28)*	-0,26 (0,27)	0,13 (0,15)	2,39 (0,41)*
	<b>Hiato da Emprego</b>	-0,26 (1,17)	-0,26 (0,13)*	-0,18 (0,07)*	-0,43 (0,23)
	<b>Taxa de Câmbio</b>	-0,95 (0,28)*	2,82 (0,64)*	-1,13 (0,47)*	-0,78 (0,38)*
<b>Estatística J</b>		0,10	0,15	0,18	0,15

Fonte: o autor.

Nota: Erro padrão em parênteses: Significante à 5%; Estatística J: Não rejeita H0 (validade dos instrumentos).

A principal diferença observada entre os modelos apresentados na Tabela 4, em comparação com aqueles da Tabela 3, está relacionada ao comportamento da inflação diante do ciclo econômico. Ao substituir o hiato do produto pelo hiato do emprego como medida de ciclo, os coeficientes associados tornam-se positivos e estatisticamente significantes, revelando o tradicional *trade-off* de curto prazo entre inflação e desemprego característico da Curva de Phillips. Em termos práticos, quando o ciclo é mensurado pela atividade agregada, como na Tabela 3 a inflação não parece responder de forma consistente às variações da atividade. Entretanto, ao se adotar o hiato do emprego, hiatos positivos, associados à redução da capacidade ociosa e à elevação dos custos salariais, passam a exercer impacto relevante sobre a dinâmica dos preços. Tal resultado é compatível com o mecanismo teórico de transmissão amplamente discutido na literatura, no qual mercados de trabalho mais aquecidos pressionam salários e, por conseguinte, elevam os custos de produção e os preços finais.

No que diz respeito à Regra de Taylor, é possível identificar tanto continuidades quanto rupturas em relação aos modelos anteriores. Entre as continuidades, observa-se que a inflação corrente permanece como a principal variável de referência para a decisão de juros do Banco Central, superando o peso das expectativas inflacionárias. Ademais, a não significância da

inflação esperada em alguns recortes notadamente durante o Tripé Macroeconômico (Modelo 6) e a Nova Matriz Macroeconômica (Modelo 7) evidencia a dificuldade do sistema de âncoras monetárias em se manter plenamente operacional ao longo do tempo. Quanto às diferenças, nota-se que o hiato do emprego passa a apresentar significância estatística na maioria das especificações, com exceção do Modelo 8, referente ao período posterior à Nova Matriz. Desde o período pós-pandemia, especialmente a partir de 2021, o Banco Central vem conduzindo uma política monetária fortemente contracionista para conter a inflação emergente, mas o mercado de trabalho tem demonstrado notável resiliência, o que enfraquece o canal tradicional de transmissão via desemprego. Tal comportamento sugere uma limitação estrutural do Regime de Metas de Inflação, na medida em que a rigidez do emprego compromete a eficácia da política monetária em afetar o componente de custos salariais e, portanto, a inflação.

De forma geral, os resultados obtidos reforçam a necessidade de avanços institucionais e estruturais para o aprimoramento do Regime de Metas de Inflação no Brasil. Considerando o elevado grau de inércia inflacionária observado na Curva de Phillips, uma agenda de desindexação mais ampla da economia surge como medida prioritária, pois a indexação ainda atua como importante mecanismo de propagação de choques e de persistência da inflação. Além disso, a relevância do canal cambial no processo inflacionário sugere que algum nível de coordenação entre as políticas monetária e cambial é condição essencial para a efetividade do regime. A comunicação da autoridade monetária também merece atenção, uma vez que a clareza e a previsibilidade de seus pronunciamentos são determinantes para a credibilidade da âncora nominal. Por fim, o restabelecimento da confiança na meta de inflação depende, de forma decisiva, de seu cumprimento contínuo. A recorrência de descumprimentos, sobretudo desde o período da Nova Matriz, fragilizou a credibilidade do regime e limitou a capacidade do Banco Central de alinhar as expectativas dos agentes.

Em síntese, as estimações apresentadas revelam as limitações práticas de uma regra monetária inspirada no Novo Consenso Macroeconômico. A função de reação de Taylor, concebida sob um mandato dual — estabilidade de preços e suavização do ciclo econômico —, pressupõe que a inflação responda de maneira pró-cíclica à atividade. Ou seja, quando produto e emprego se situam abaixo de seus níveis naturais, a menor pressão sobre os salários reais deveria conduzir a uma inflação inferior à meta, e o oposto ocorreria em momentos de superaquecimento. Contudo, no caso brasileiro, a inflação apresenta fraca correlação com o ciclo econômico, e em alguns episódios chega a se comportar de forma anticíclica. A recorrência de episódios de estagflação ilustra esse descompasso. Nesses contextos, a política monetária enfrenta um dilema operacional: priorizar o controle da inflação ou suavizar o ciclo

econômico. Essa tensão evidencia um limite estrutural da Regra de Taylor quando aplicada a uma economia com inflação pouco sensível à atividade, como é o caso brasileiro

## **6 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

Este estudo alcançou seu propósito central de avaliar a aplicabilidade e os limites do Novo Consenso Macroeconômico (NCM) no contexto brasileiro. A análise empírica abrangeu 22 anos de vigência do Regime de Metas de Inflação (RMI), com especial atenção às discontinuidades observadas sob distintos regimes de política macroeconômica, notadamente: o Tripé Macroeconômico, a Nova Matriz Macroeconômica e o período pós-Nova Matriz. Para tanto, estimou-se o modelo canônico Novo-Keynesiano de três equações por meio do Método dos Momentos Generalizados em Sistema (System GMM), utilizando dados mensais compreendidos entre janeiro de 2003 e dezembro de 2024.

Os resultados empíricos revelaram que o RMI continua enfrentando desafios significativos para manter a inflação próxima ao centro da meta. Identificaram-se diversas discontinuidades na condução da política monetária ao longo do tempo, refletindo variações na autonomia, credibilidade e na própria eficácia do Banco Central do Brasil (BCB). Mesmo após mais de duas décadas de funcionamento, o regime ainda não logrou consolidar uma âncora monetária robusta e duradoura. A inflação brasileira permanece fortemente condicionada por seus componentes inerciais, mostra limitada sensibilidade ao ciclo econômico e, portanto, reage de forma insuficiente aos estímulos ou restrições da política monetária.

Essas evidências sugerem que, embora o RMI tenha representado um avanço institucional importante, sua operacionalidade no Brasil ainda carece de aprimoramentos. Reformas voltadas à redução da indexação, ao fortalecimento da credibilidade da meta e à coordenação entre política monetária e cambial podem constituir etapas necessárias para aumentar a eficácia do regime. Assim, o estudo reforça a importância de um esforço contínuo de consolidação das âncoras nominais e de aperfeiçoamento dos mecanismos de transmissão da política monetária, elementos essenciais para que o RMI possa alcançar, de forma sustentável, seus objetivos de estabilidade de preços e crescimento econômico consistente.

## REFERÊNCIAS

- ARESTIS, P. The New Consensus in Macroeconomics: A Critical Appraisal. In: FONTANA, G.; SETTERFIELD, M. (ed.). **Macroeconomic Theory and Macroeconomic Pedagogy**. Houndmills: Palgrave Macmillan, p. 100-117, 2009.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. Reinventing Fiscal Policy. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 26, n. 1, p. 3-25, 2003.
- ARESTIS, P.; SAWYER, M. New Consensus Macroeconomics and Inflation Targeting: Keynesian Critique. **Economia e Sociedade**, 2009.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 271ª Reunião do Comitê de Política Monetária - Copom**. Brasília, DF, 18 de jun. de 2025.
- BARBOSA, F. H.; CAMÊLO, F. D.; JOÃO, I. C. A. A Taxa de Juros Natural e a Regra de Taylor no Brasil: 2003-2015. **Revista Brasileira de Economia**, v. 70, n. 4, out.-dez. 2016.
- BERNANKE, Ben S.; BLANCHARD, Olivier. **An analysis of pandemic-era inflation in 11 economies**. Washington, DC: Peterson Institute for International Economics, 2024. (Working Paper Series, WP24-11).
- BERNANKE, B. S.; MISHKIN, F. S. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy? **Journal of Economic Perspectives**, v. 11, n. 2, p. 97-116, 1997.
- BIONDI, R. L.; TONETO JR., R. Regime de Metas Inflacionárias: Os Impactos sobre o Desempenho Econômico dos Países. **Estudos Econômicos**, v. 38, n. 4, p. 873-903, dez. 2008.
- BLANCHARD, O.; JOHNSON, D. R. **Macroeconomia**. 7. ed. São Paulo: Pearson Universidades, 2017.
- BLANCHARD, O. J.; SUMMERS, L. H. (ed.). **Evolution or Revolution? Rethinking Macroeconomic Policy After the Great Recession**. Cambridge, MA: MIT Press, 2019.
- BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A. A.; WERLANG, S. R. C. Implementing Inflation Targeting in Brazil. Working Papers Series, Brasília: Banco Central do Brasil, n. 01, jul. 2000.
- BONOMO, M.; CARVALHO, C.; EUSEPI, S.; PERRUPATO, M.; ABIB, D.; AYRES, J.; MATOS, S. Abrupt Monetary Policy Change and Unanchoring of Inflation Expectations. **Journal of Monetary Economics**, v. 145, p. 103-576, jul. 2024.
- BRASIL. **Decreto nº 91.990, de 27 de novembro de 1985**. Aprova o Regulamento das Obras Particulares. Brasília, DF: Presidência da República, 1985. Disponível em: <https://www2.camara.leg.br/legin/fed/decret/1980-1987/decreto-91990-27-novembro-1985-442711-publicacaooriginal-1-pe.html>. Acesso em: 2 jul. 2025.
- BRASIL. **Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999**. Dispõe sobre a organização e o funcionamento do Sistema de Seguros Privados, e dá outras providências. Brasília, DF: Presidência da República, 1999. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/decreto/d3088.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto/d3088.htm). Acesso em: 2 jul. 2025. Brasil,

2021. Decreto do Banco Central do Brasil nº 61/2021. Disponível em: <  
<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=61> > ; Acessado em: 02/07/2025.

BRASIL. Banco Central do Brasil. **Resolução BCB nº 61, de 2 de dezembro de 2021.**

Dispõe sobre os procedimentos para o registro e a consulta de informações relativas a operações de crédito e de arrendamento mercantil financeiro no Sistema de Informações de Créditos (SCR) do Banco Central do Brasil. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, 2021.

Disponível em:

<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Resolu%C3%A7%C3%A3o%20BCB&numero=61>. Acesso em: 2 jul. 2025.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; NAKANO, Y. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. *Revista de Economia Política*, v. 22, n. 3, p. 146–165, 2002.

BUENO, R. de L. da S. *Econometria de Séries Temporais*. 2. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2011.

CLARIDA, R.; GALÍ, J.; GERTLER, M. Monetary Policy Rules in Practice: Some International Evidence. *European Economic Review*, v. 42, n. 6, p. 1033–1067, dez. 1998.

FRAGA, A.; GOLDFAJN, I.; MINELLA, A. Inflation Targeting in Emerging Market Economies. In: GERTLER, Mark; ROGOFF, Kenneth (Eds.). **NBER Macroeconomics Annual 2003**. v. 18. Cambridge, MA: MIT Press, p. 365-416, 2004.

FISCHER, S. Long-Term Contracts, Rational Expectations, and the Optimal Money Supply Rule. *Journal of Political Economy*, v. 85, n. 1, p. 191-205, fev. 1977.

GIAMBIAGI, F. ; ALÉM, A. C. *Finanças Públicas, Teoria e Prática no Brasil*. São Paulo, 3º Edição Revisada, Atlas, 2008.

GONÇALVES, C. E. S.; SALLES, J. M. Inflation Targeting in Emerging Economies: What do the Data Say? *Journal of Development Economics*, v. 85, n. 1-2, p. 312-318, 2008.

GÜRKAYNAK, R. S.; LEVIN, A. T.; SWANSON, E. T. Does Inflation Targeting Anchor Long-Run Inflation Expectations? Evidence from the U.S., U.K. and Sweden. *Journal of the European Economic Association*, v. 8, n. 6, p. 1208-1242, dez. 2010.

HANSEN, L. P. Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators. *Econometrica*, Chicago, v. 50, n. 4, p. 1029-1054, jul. 1982.

HEIN, E.; STOCKHAMMER, E. A Post-Keynesian Macroeconomic Model of Inflation, Distribution and Employment. *Review of Political Economy*, v. 22, n. 3, p. 317-354, 2009.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, v. 85, n. 3, p. 473–492, jun. 1977.

MANKIW, N. G. Small Menu Costs and Large Business Cycles: A Macroeconomic Model of Monopoly. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 100, n. 2, p. 529-538, maio 1985.

MENDONÇA, H. F.; GUIMARÃES E SOUZA, G. J. Is Inflation Targeting a Good Remedy to Control Inflation? *Journal of Development Economics*, v. 98, n. 2, p. 178-191, 2011.



MISHKIN, F. S. Inflation Targeting in Emerging-Market Countries. **American Economic Review**, v. 90, n. 2, p. 105–109, maio 2000.

MISHKIN, Frederic S.; KILEY, Michael. **The Evolution of Inflation Targeting from the 1990s to the 2020s: Developments and Challenges**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2025. (NBER Working Paper, n. 33585).

MISHKIN, Frederic S.; SCHMIDT-HEBBEL, Klaus. Does Inflation Targeting Make a Difference? *In*: MISHKIN, Frederic S.; SCHMIDT-HEBBEL, Klaus (Eds.). **Monetary Policy Under Inflation Targeting**. Santiago: Central Bank of Chile, 2007. p. 291-372.

MUTH, J. F. Rational Expectations and the Theory of Price Movements. **Econometrica**, v. 29, n. 3, p. 315-335, jul. 1961.

OREIRO, J. L. Muito Além do Tripé: Proposta de um Novo Regime de Política Macroeconômica para Dobrar a Renda Per-Capita em 20 Anos. *In*: BRESSER-PEREIRA, L. C. (Org.). **O que esperar do Brasil?** Rio de Janeiro: FGV, 2013. p. 219–232, 2015.

PASTORE, A. C. **Caminhos e descaminhos da estabilização: uma análise do conflito fiscal-monetário no Brasil**. 1. ed. São Paulo: Portfolio-Penguin, 2024.

PIZA, E. C. ; Dias, J. Novo Consenso Macroeconômico e Política Monetária no Brasil: Uma Avaliação Empírica. 34º Encontro Nacional de Economia Anpec. 2006.

SALOMÃO NETO, B. A.; DA SILVA, C. G. (Des)Coordenação das Políticas Monetária e Fiscal sob Incerteza Política e Econômica no Brasil. **Nova Economia** v. 34, n. 3, p. 1-29, jul./set. 2024.

SCHIO, T. A.; SATO, V. H.; HASEGAWA, M. M. A Gestão da Política Monetária no Regime de Metas de Inflação e na Nova Matriz Econômica. **Análise Econômica**, v. 38, n. 77, set. 2020.

BALL, L.; ROMER, D. Real Rigidities and the Non-Neutrality of Money. **The Review of Economic Studies**, v. 57, n. 2, p. 183-203, abr. 1990.

SNOWDON, B.; VANE, H. R. **Modern Macroeconomics: Its Origins, Development and Current State**. Cheltenham: Edward Elgar, 2005.

TAYLOR, J. B. Discretion versus Policy Rules in Practice. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, v. 39, p. 195–214, dez. 1993.

TAYLOR, J. B. **An Historical Analysis of Monetary Policy Rules**. Oct. 1999 (NBER Working Paper 6768).

TEIXEIRA, A. M.; MISSIO, F. J. O "Novo" Consenso Macroeconômico e Alguns Insights da Crítica Heterodoxa. **Economia e Sociedade**, v. 20, n. 2 (42), p. 273-297, ago. 2011.

VELOSO, F.; BONELLI, R. (Org.). **A Crise de Crescimento do Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier & FGV IBRE, 2016.

WOODFORD, M. Inflation Targeting and Optimal Monetary Policy. **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, v. 86, n. 4, p. 15–42, jul./ago. 2003.

WERNECK, R. A Deterioração do Regime Fiscal no Brasil no Segundo Mandato de Lula e seus Desdobramentos. In: Bacha, E. L.; Bolle, M. B. (eds.). *Novos Dilemas da Política Econômica*. Rio de Janeiro: Ed. LTC, 250-257, 2011.