



INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS BACHARELADO
DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

YASMIM GOMES DINIZ NAVES

QUÃO EFICAZ É O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO EM UM POSSÍVEL
TRIPLO MANDATO NO BRASIL?

UBERLÂNDIA

2026

INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS BACHARELADO
DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

YASMIM GOMES DINIZ NAVES

QUÃO EFICAZ É O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO EM UM POSSÍVEL
TRIPLO MANDATO NO BRASIL?

Monografia apresentada ao Instituto de
Economia da Universidade Federal de
Uberlândia, como requisito parcial para
obtenção do título de Bacharel em
Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Benito Adelmo
Salomão Neto.

UBERLÂNDIA

2026

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

N323 2026	Naves, Yasmim Gomes Diniz, 2003- QUÃO EFICAZ É O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO EM UM POSSÍVEL TRIPLO MANDATO NO BRASIL? [recurso eletrônico] / Yasmim Gomes Diniz Naves. - 2026. 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. Inclui ilustrações. 1. Economia. I. Salomão Neto, Benito Adelmo ,1988-, (Orient.). II. Universidade Federal de Uberlândia. Graduação em Ciências Econômicas. III. Título. CDU: 330
--------------	--

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

INSTITUTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS
BACHARELADO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

YASMIM GOMES DINIZ NAVES.

QUÃO EFICAZ É O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO EM UM POSSÍVEL
TRIPLO MANDATO NO BRASIL?

Monografia apresentada ao Instituto de
Economia da Universidade Federal de
Uberlândia, como requisito parcial para
obtenção do título de Bacharel em
Ciências Econômicas.

Uberlândia, ____/____/____.

BANCA EXAMINADORA:

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

Prof. Dr. Marcelo Sartorio Loral
Instituto de Economia e Relações Internacionais (UFU - IERI)

Prof. Dr. Julio Fernando Costa Santos
Instituto de Economia e Relações Internacionais (UFU - IERI)

AGRADECIMENTOS

Ao meu esposo, Gustavo, dedico meu primeiro agradecimento. Você esteve ao meu lado desde quando ser economista era apenas um sonho e fez dessa trajetória um caminho compartilhado. Dividimos salas de aula, trabalhos, pesquisas, grupos de estudo, dúvidas e aprendizados. Obrigada por acreditar em mim, por me incentivar constantemente e por caminhar ao meu lado em cada etapa desta jornada. À minha família, agradeço por todo o apoio recebido ao longo desses anos. Em especial, a Kássio e Helen, que sempre incentivaram a minha formação e estiveram ao meu lado. À minha amiga e parceira de graduação, Thalita, obrigada por compartilhar comigo todos esses anos de curso. Sua amizade e parceria fizeram com que cada etapa fosse mais leve.

Ao meu orientador, Professor Benito, expresso minha mais profunda gratidão. Sua dedicação, disponibilidade e compromisso com a excelência foram essenciais para a construção desta pesquisa. Cada dúvida foi acolhida com atenção, cada orientação tornou este trabalho mais sólido e cada conversa representou uma oportunidade de aprendizado. Agradeço também aos professores Marcelo Loral, Julio, Leonardo, Carlos Saiani, Flávio, Ana Paula, Aderbal, Soraia e Marisa... Muito além das excelentes aulas, cada um contribuiu para minha formação, mas também me inspirou. Levo minha profunda admiração por suas trajetórias.

Ao olhar para esta pesquisa, não vejo apenas o resultado de meses de escrita, mas de anos de aprendizado e de pessoas que acreditaram em mim. Ainda há etapas a serem percorridas, mas esta caminhada já transformou a forma como enxergo a Economia. Espero que estas páginas reflitam, um pouco de tudo o que aprendi e da gratidão que levo por todos que fizeram parte da minha formação.

RESUMO

A presente monografia tem como objetivo avaliar a eficiência do regime de metas de inflação no Brasil entre 2002 e 2025, investigando se a condução da política monetária pelo Banco Central do Brasil é mais bem explicada por uma Regra de Taylor tradicional ou por uma versão ampliada que incorpora variáveis financeiras e períodos de crise. Para tanto, foram estimadas diferentes especificações da Regra de Taylor por meio do Método dos Momentos Generalizados (GMM), utilizando dados mensais de inflação, expectativas de inflação, hiato do emprego, taxa de câmbio, índice Ibovespa e uma variável *dummy* para períodos de instabilidade econômica. Os resultados indicam que as expectativas de inflação constituem o principal determinante da taxa Selic em todas as especificações estimadas, evidenciando um comportamento predominantemente *forward-looking* da política monetária brasileira. A inflação corrente apresentou significância em parte dos modelos, enquanto o hiato do emprego mostrou resultados menos robustos. O índice Ibovespa apresentou significância estatística nas especificações ampliadas, sugerindo que informações provenientes dos mercados financeiros contribuem para explicar a condução da política monetária e reforçando a hipótese de que o Banco Central do Brasil incorpora, além das metas tradicionais, considerações relacionadas às condições do mercado financeiro, em linha com um Triplo Mandato. Em contraste, a taxa de câmbio não apresentou significância estatística direta. Conclui-se que o regime de metas de inflação demonstrou capacidade de coordenar expectativas inflacionárias ao longo do período analisado, permanecendo orientado principalmente para a estabilidade de preços, embora informações financeiras também desempenhem papel relevante na função de reação do Banco Central.

Palavras-chave: Regime de Metas de Inflação. Regra de Taylor. Política Monetária. Banco Central do Brasil. Expectativas Racionais. GMM.

ABSTRACT

This monograph evaluates the effectiveness of the inflation targeting regime in Brazil between 2002 and 2025, investigating whether monetary policy conducted by the Central Bank of Brazil is better explained by a traditional Taylor Rule or by an extended specification that incorporates financial variables and crisis periods. To this end, different Taylor Rule specifications were estimated using the Generalized Method of Moments (GMM), employing monthly data on inflation, inflation expectations, the employment gap, the exchange rate, the Ibovespa index, and *dummy* variable for periods of economic instability. The results indicate that inflation expectations are the main determinant of the Selic rate across all estimated specifications, revealing a predominantly forward-looking behavior of Brazilian monetary policy. Current inflation was statistically significant in part of the models, while the employment gap produced less robust results. The Ibovespa index was statistically significant in the extended specifications, suggesting that information from financial markets contributes to explaining the conduct of monetary policy and reinforcing the hypothesis that the Central Bank of Brazil incorporates, in addition to its traditional objectives, considerations related to financial market conditions, consistent with a Triple Mandate. In contrast, the exchange rate did not present direct statistical significance. It is concluded that the inflation targeting regime demonstrated the ability to coordinate inflation expectations throughout the analyzed period, remaining primarily oriented toward price stability, although financial information also plays a relevant role in the Central Bank's reaction function.

Keywords: Inflation Targeting Regime. Taylor Rule. Monetary Policy. Central Bank of Brazil. Rational Expectations. GMM.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 – Inflação, Meta e Taxa de Juros no Brasil	28
Quadro 1 – Glossário, Variáveis e Dados Utilizados	33
Figura A1 – Evolução da Taxa Selic no período analisado	49

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Estatística descritiva	36
Tabela 2 – Testes de raiz unitária	38
Tabela 3 – Diagnóstico dos modelos – Regra de Taylor no Brasil (GMM)	39
Tabela 4 – Modelos – Regra de Taylor no Brasil (GMM)	41

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BCB – Banco Central do Brasil

B3 – Bolsa, Brasil, Balcão

CNI – Confederação Nacional da Indústria

COVID-19 – Coronavirus Disease 2019

DSGE – *Dynamic Stochastic General Equilibrium*

GMM – *Generalized Method of Moments*

HER – Hipótese das Expectativas Racionais

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IBOVESPA – Índice da Bolsa de Valores de São Paulo

IPCA – Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo

OCDE – Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico

PIB – Produto Interno Bruto

PP – *Phillips-Perron*

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e Custódia

TQM – Teoria Quantitativa da Moeda

URV – Unidade Real de Valor

LISTA DE SÍMBOLOS

- α – Constante da equação
- β – Coeficientes estimados
- ε – Termo de erro aleatório
- π – Inflação medida pelo IPCA
- $E(\pi)$ – Expectativa de inflação
- i_t – Taxa Selic no período t
- y – Produto observado
- y^* – Produto potencial
- $(L - L^*)$ – Hiato do emprego
- b – Retorno do índice Ibovespa
- Δe – Variação da taxa de câmbio nominal
- D – Variável *dummy* para períodos de crise
- t – Período

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	13
1 A LITERATURA	14
2 REGRAS MONETÁRIAS NO BRASIL	24
3 METODOLOGIA	29
4 RESULTADOS EMPÍRICOS	34
CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	42
REFERÊNCIAS	44
APÊNDICE A – EVOLUÇÃO DA TAXA SELIC NO PERÍODO ANALISADO	48

INTRODUÇÃO

A adoção do regime de metas de inflação consolidou a taxa de juros como principal instrumento de política monetária em diversas economias. A condução da política monetária passou a ser frequentemente interpretada por meio de regras de reação, entre elas em destaque a Regra de Taylor (1993), que relaciona a taxa de juros à inflação e ao hiato.

No Brasil, o regime foi implementado ao fim da década de 1990. Desde então, a taxa Selic tem sido utilizada pelo Banco Central como instrumento para controlar a inflação e influenciar as condições macroeconômicas, fazendo surgir as seguintes questões: a política monetária brasileira segue uma regra de Taylor tradicional ou incorpora respostas adicionais a variáveis financeiras e choques macroeconômicos? O Banco Central do Brasil, persegue um triplo mandato? Quão eficiente é o Regime de metas de inflação no Brasil?

A hipótese central deste trabalho é que, embora o regime de metas de inflação esteja formalmente orientado pela estabilidade de preços, a função de reação da política monetária pode refletir respostas adicionais a condições financeiras e episódios de instabilidade econômica. O objetivo desta monografia é investigar empiricamente a função de reação da política monetária no Brasil, avaliando se a condução da taxa Selic é consistente com uma regra de Taylor tradicional ou com uma versão ampliada que incorpora variáveis financeiras. Sendo estimados modelos econométricos baseados no Método dos Momentos Generalizados (GMM), utilizando séries macroeconômicas mensais referentes ao período de janeiro de 2002 a junho de 2025.

Os resultados empíricos revelam que as expectativas de inflação são o principal determinante da taxa Selic, confirmando o caráter *forward-looking* da política monetária, enquanto a significância estatística do Ibovespa e a menor robustez do câmbio e do hiato do emprego fornecem evidências favoráveis à hipótese de um triplo mandato no Brasil. O estudo estrutura-se em quatro seções principais, compreendendo a revisão da literatura sobre regras monetárias, a análise do caso brasileiro e sua evolução institucional, o detalhamento da metodologia empírica e, por fim, a apresentação dos resultados obtidos acompanhada das considerações finais.

1. A LITERATURA

O objetivo deste capítulo será a revisão da literatura histórica, teórica e empírica envolvendo a política monetária e a estabilização inflacionária que é o tema da presente monografia. Focalizado na evolução das teorias econômicas ao longo das décadas. Observando como esses desenvolvimentos teóricos influenciaram a formulação e a aplicação de políticas como a Regra de Taylor, que é essencial para o controle da inflação e o crescimento econômico

1.1 A Regra de Taylor é Wickselliana

É perceptível que a Regra de Taylor possui raízes na economia wickselliana, cuja influência se revela na utilização da taxa de juros como principal instrumento de política monetária. Conforme aponta Boianovsky (1998), a contribuição teórica de Wicksell (1898) ao delimitar uma taxa natural de juros compatível com o equilíbrio macroeconômico, livre de pressões inflacionárias ou deflacionárias, forneceu um dos principais fundamentos para o desenvolvimento da política monetária moderna. Nesse contexto, Wicksell introduziu o conceito de taxa natural de juros, que deveria permanecer alinhada à taxa de mercado para preservar o equilíbrio econômico e evitar tanto pressões inflacionárias quanto processos recessivos.

A partir dessa concepção, a política monetária passou a ser entendida como um mecanismo capaz de ajustar a taxa de juros em resposta aos desvios em relação ao seu nível de equilíbrio. Conforme discute Boianovsky (1998), essa formulação forneceu a base teórica para o desenvolvimento de regras monetárias explícitas, orientando a atuação dos bancos centrais na busca pela estabilidade macroeconômica. Nessa perspectiva, a Regra de Taylor representa um desdobramento da tradição wickselliana ao operacionalizar, por meio de uma função de reação, o ajuste da taxa de juros em resposta às condições da economia.

Essa interpretação é consistente com Blanchard (2017, p. 101), que observa que, embora historicamente os bancos centrais tenham utilizado a oferta de moeda como principal instrumento de política monetária, atualmente a condução da política

monetária concentra-se na taxa de juros. Assim, o legado de Wicksell permanece presente na formulação contemporânea das regras de política monetária, servindo de fundamento teórico para modelos como a Regra de Taylor.

1.2 O Modelo Keynesiano

Até a publicação da Teoria Geral do Emprego do Juro e da Moeda, por Keynes (1936), predominava no debate acadêmico a tese de que os níveis de preços estavam correlacionados com a oferta de encaixes reais. Esta percepção, estava alicerçada nas várias versões da Teoria Quantitativa da Moeda (TQM) que vinculava à emissão monetária aos níveis de inflação verificados. Como já antecipava Locke (1691), que a abundância excessiva de moeda sem uma correspondente necessidade real de circulação poderia levar à depreciação de seu valor e, conseqüentemente, ao aumento dos preços.

Para compreender melhor os debates monetários que antecederam Keynes, é importante apresentar brevemente as distinções entre abordagens fundamentais; a walrasiana, a teoria quantitativa clássica e a tradição marshaliana. A teoria walrasiana, de inspiração neoclássica, considera a moeda apenas como um intermediário neutro nas trocas, sem efeito real sobre variáveis como produto ou emprego. Já a teoria quantitativa clássica estabelece uma relação direta entre a quantidade de moeda em circulação e o nível geral de preços, pressupondo uma economia em pleno emprego e com velocidade da moeda constante. A tradição marshaliana insere a moeda dentro da lógica da demanda, destacando seu papel como reserva de valor e sua importância em contextos de incerteza. Essa última abordagem se aproxima, em alguns aspectos, da visão keynesiana, ao reconhecer que a moeda pode influenciar decisões econômicas para além de sua função como meio de troca. Com isso em evidência podemos prosseguir ao contexto de Keynes.

Após a crise de 1929 novas interpretações sobre questões monetárias foram iniciadas. A principal crítica deste ao monetarismo de então pode ser atribuída à Teoria da Preferência pela Liquidez de Keynes (1936) que identificou três motivos pelos quais os agentes demandam por moeda: i) transacional; ii) precaucional e iii) especulativo. O motivo transacional é referente à necessidade de dinheiro na realização de compras e pagamentos do dia a dia. O motivo precaucional está relacionado à manutenção de reservas monetárias para imprevistos ou despesas inesperadas, dada

a incerteza inerente às economias capitalistas. Já o motivo especulativo ocorre quando os agentes mantêm moeda em vez de ativos financeiros, esperando variações nas taxas de juros o que está ligado a incerteza sobre ela e na intenção de obter melhores oportunidades de investimento.

Outro nome essencial nessa revisão da evolução da macroeconomia e que viria logo após a contribuição de Keynes justamente comentando esse paper com uma interpretação própria, seria Hicks (1937), que sintetizou formalizando algumas das principais ideias de Keynes (1936), a partir de sua perspectiva, Hicks formulou o modelo IS-LM, que teoriza os princípios da demanda efetiva e o da preferência pela liquidez de forma matematizada com gráficos como modelo de fato. Podendo ser visto como uma estrutura de equilíbrio neoclássica que seria a junção dos modelos walrasianos de longo prazo com o curto prazo keynesiano.

O modelo de Hicks analisa como a política monetária influencia a atividade econômica, determinando a taxa de juros e o nível de renda. Nele, as curvas IS e LM interagem, refletindo a relação entre a demanda por bens e a demanda por moeda. A inclinação da curva LM está relacionada à oferta de moeda pelos bancos centrais e à taxa de substituição de moeda por títulos, fatores que, conforme discutido por Cardim (1992), influenciam a formação da taxa de juros de equilíbrio na economia. Autor que aborda um conceito de 'economia monetária de produção', destacando que a atividade produtiva é organizada pelas empresas com base em suas expectativas de lucro, as quais são influenciadas pela disponibilidade de crédito e pela política monetária.

A preferência pela liquidez, sugere que um aumento na velocidade da moeda pode indicar uma redução nessa preferência, implicando que os agentes econômicos preferem manter menos dinheiro em forma líquida. Esse comportamento afeta diretamente a curva LM proposta por Hicks, pois sugere que os agentes estão gastando ou investindo mais ativamente, alterando o equilíbrio do mercado monetário e, conseqüentemente, a relação entre a taxa de juros e o nível de renda. A curva IS sintetiza o princípio da demanda efetiva de Keynes que explica as flutuações no emprego e critica a teoria clássica do emprego que teoriza que não há desemprego involuntário. Segundo Snowdon e Vane (2005), a interpretação de Hicks sobre Keynes trouxe uma análise mais profunda da interação entre essas variáveis pois o autor trouxe o modelo fazendo interpretações de maneira mais analítica das ideias de Keynes. O ponto de encontro dessas duas curvas é fundamental para identificar o equilíbrio da economia.

1.3 As Regras na Política Monetária

Enfatizando que a principal função da política monetária seria prevenir que o próprio dinheiro seja uma fonte de perturbação econômica, para que houvesse um ambiente estável para o crescimento econômico, Milton Friedman (1968), afirma que a política monetária deveria operar com regras claras e previsíveis, evitando intervenções discricionárias que poderiam gerar incertezas e volatilidade econômica.

Conhecido também por sua crítica à Curva de Phillips, (1958) que sugeria uma relação inversa estável que conhecemos também como *trade-off* entre inflação e desemprego. O autor argumenta que essa relação só existia no curto prazo, afinal os agentes econômicos ajustam suas expectativas com base na inflação passada, a chamada hipótese das expectativas adaptativas. Concluindo que, tentativas de reduzir o desemprego por meio de políticas monetárias expansionistas resultariam apenas em maior inflação no longo prazo, sem ganhos sustentáveis no emprego.

Friedman (1960) anteriormente também já propôs que o banco central deveria adotar uma regra de crescimento constante para a oferta monetária, que teriam papel de evitar as flutuações abruptas que poderiam desestabilizar a economia. Ele sugeriu que o Federal Reserve deveria limitar suas operações a transações de mercado aberto, eliminando o uso de mudanças nos requisitos de reserva e operações de redesconto como ferramentas de política monetária, devido à sua natureza imprevisível e potencial para causar distorções.

A entrevista de Friedman em Snowdon e Vane (2005) reforça essa visão crítica sobre a intervenção discricionária dos bancos centrais. Nela ele também defendeu que as falhas na condução da política monetária ao longo do século XX estavam principalmente ligadas à falta de regras claras e à confiança excessiva na capacidade dos formuladores de política em ajustar a economia de maneira eficaz. Ainda na entrevista, o autor reafirma que a instabilidade inflacionária surge, em grande parte das vezes, vinda da tentativa dos governos de manipular a economia para obter ganhos de curto prazo, logo não considerando os efeitos negativos que poderiam resultar no longo prazo.

No livro de Snowdon e Vane (2005) também está em destaque, a influência de Friedman sobre a Regra de Taylor e o regime de metas de inflação. A previsibilidade e transparência da política monetária está diretamente ligada à crítica de Friedman à política discricionária e sua defesa da adoção de regras que observamos nas

contribuições do autor. O que ressoa com o atual regime de metas de inflação, onde a comunicação clara das metas do banco central é essencial para ancorar as expectativas inflacionárias e garantir a eficiência da política monetária.

1.4 Expectativas Racionais e a Horizontalização da Curva LM

A teoria das expectativas racionais, começou nas décadas de 1960 e 1970, e levou a impactos transformadores no desenvolvimento da macroeconomia, o que alterou consideravelmente a forma como os economistas entenderiam as políticas econômicas e o comportamento dos agentes econômicos.

Inicialmente proposta por Muth (1961) e desenvolvida por Robert Lucas a partir de 1970, como visto em Snowdon e Vane (2005) a teoria em questão sugeria que os agentes econômicos formam suas expectativas de maneira racional, ou seja, baseando-se em todas as informações disponíveis, e não de forma adaptativa, como era defendido por teorias anteriores, como o monetarismo de Friedman.

A proposta de Lucas (1972) criticava a teoria monetarista de Friedman, pois ela assumia que os agentes econômicos formam suas expectativas com base apenas na experiência passada, o que os levaria a cometer erros sistemáticos ao longo do tempo. Como observam Snowdon e Vane (2005, p.224), ... *"Lucas' key insight was to change the classical assumption that economic agents have perfect information to an assumption that agents have imperfect information"*.

No modelo de expectativas racionais Lucas (1972) argumentava que os agentes apesar de que poderiam se surpreender por eventos inesperados, têm a capacidade de ajustar suas expectativas de maneira eficiente e que em média, acertam suas previsões. O que nos leva a concluir que, a teoria das expectativas racionais desafiava a ideia de que a política monetária poderia ser eficaz em mudar permanentemente as variáveis reais da economia, como o nível de produção ou o emprego. Em vez disso, ela sugeria que os efeitos da política monetária sobre essas variáveis seriam limitados no longo prazo.

Lucas (1972) foi pioneiro ao afirmar que, sob o conceito de expectativas racionais, os agentes econômicos incorporariam as expectativas de futuras políticas monetárias em suas decisões presentes. O que poderia significar que, quando o banco central adota uma política monetária expansionista, por exemplo, os agentes econômicos não reagiriam imediatamente de forma passiva, mas eles antecipariam

os efeitos futuros dessa política e ajustariam suas decisões com base nesse conhecimento. A crítica central deste modelo (HER) ao modelo IS-LM tradicional, foi justamente o fato de que o modelo de Hicks (1937) desconsiderava a capacidade dos agentes de ajustar suas expectativas, o que estaria limitando sua aplicabilidade na análise das políticas econômicas.

A partir dessas observações e conclusões, Lucas (1972) trouxe uma reformulação da curva LM, que se tornaria um dos marcos do pensamento macroeconômico moderno, que como vimos nas citações de Blanchard (2017) mudaria a inclinação da LM. No modelo tradicional IS-LM, a curva LM era utilizada para representar a relação entre a taxa de juros e a quantidade de moeda na economia como vimos anteriormente, com uma inclinação positiva.

No entanto, com o desenvolvimento da teoria das expectativas racionais, a curva LM passou a ser reinterpretada como uma versão horizontalizada que conhecemos também como "*LM flat*". Essa mudança refletiu o que se pode entender que, sob expectativas racionais, a política monetária teria efeitos bastante limitados sobre variáveis reais, afinal os agentes antecipariam os efeitos das políticas e ajustariam suas decisões com base nessas expectativas. A alteração da curva LM indica que a eficácia da política monetária dependeria não só da quantidade de moeda, mas principalmente da credibilidade das políticas adotadas pelo banco central.

A oferta de moeda deixou de ser considerada uma variável exógena e passou a ser determinada pelas expectativas de inflação e pela credibilidade das políticas monetárias. Ou seja, a política monetária não seria mais uma ferramenta que poderia ser manipulada de forma discricionária, mas sim algo que deveria ser conduzido com base em regras claras e previsíveis, de modo a influenciar as expectativas dos agentes econômicos. A política monetária, então, se torna eficaz não pela quantidade de moeda que é injetada na economia, mas pela capacidade do banco central de garantir que suas ações sejam antecipadas pelos agentes, o que ajuda a controlar as expectativas inflacionárias.

Lucas também criticou a ideia de que a política monetária poderia gerar ganhos reais a longo prazo, uma vez que os agentes econômicos ajustariam suas expectativas. Pois para ele, e para outros economistas da escola Novo-Clássica, a principal lição da teoria das expectativas racionais era que, no longo prazo, a política monetária não teria efeitos duradouros sobre variáveis reais, como o nível de

produção ou emprego. A HER sugeria que, ao tentar manipular a economia por meio de políticas monetárias expansionistas, o banco central acabaria apenas gerando inflação, sem promover um aumento real na produção.

Nesse contexto, a curva LM horizontalizada se tornou uma representação teórica que expressa a flexibilidade necessária para que os bancos centrais possam controlar a inflação e administrar as expectativas dos agentes econômicos. A política monetária, sob esse regime, passa a ser eficaz quando o banco central consegue manter a credibilidade em suas ações e controlar as expectativas de inflação de maneira antecipada e precisa.

1.5 A Regra de Taylor

A Regra de Taylor, proposta por Taylor (1993), estabelece uma função de reação para a política monetária ao relacionar a taxa básica de juros aos desvios da inflação em relação à meta e ao hiato do produto. Segundo essa regra, a autoridade monetária ajusta a taxa de juros de forma sistemática sempre que a inflação ou o nível de atividade econômica se afastam de seus valores de equilíbrio, contribuindo para a estabilidade macroeconômica.

A Regra de Taylor fundamenta-se no conceito de taxa natural de juros desenvolvido por Wicksell (1898), segundo o qual existe um nível de juros compatível com o equilíbrio entre poupança e investimento, sem gerar pressões inflacionárias ou deflacionárias. Conforme discute Boianovsky (1998), essa concepção exerceu influência decisiva sobre o desenvolvimento das modernas regras de política monetária, fornecendo as bases para a utilização da taxa de juros como principal instrumento de estabilização macroeconômica.

A principal contribuição da Regra de Taylor consiste em estabelecer um critério sistemático para a condução da política monetária, reduzindo a discricionariedade das decisões da autoridade monetária e tornando sua atuação mais previsível. Dessa forma, a regra orienta o ajuste da taxa de juros em resposta às variações da inflação e da atividade econômica, contribuindo para a estabilidade de preços ao longo do tempo.

A literatura recente também destaca que, embora o regime de metas de inflação esteja fundamentado na estabilidade de preços, a atuação dos bancos centrais não pode ser analisada de forma dissociada da estabilidade financeira. Conforme argumenta

Senner (2025), a estabilidade financeira constitui um bem público essencial, historicamente associado ao papel dos bancos centrais como provedores de liquidez e garantidores do funcionamento do sistema financeiro. Contudo, essa ampliação das atribuições institucionais não implica, necessariamente, a incorporação direta de objetivos financeiros na função de reação da taxa de juros, mas evidencia a utilização de instrumentos complementares para mitigar riscos sistêmicos.

1.6 O Modelo IS-PC-MR

O modelo IS-PC-MR constitui uma estrutura analítica amplamente utilizada para representar a interação entre demanda agregada, inflação e política monetária. O modelo combina a curva IS, que representa o equilíbrio no mercado de bens; a Curva de Phillips (PC), que descreve a relação entre inflação e atividade econômica; e a Regra Monetária (MR), que representa a função de reação da autoridade monetária por meio da taxa de juros. Essa estrutura permite compreender como a política monetária responde às oscilações da demanda agregada, buscando conciliar a estabilidade de preços com a estabilização da atividade econômica.

A efetividade desse mecanismo depende, em grande medida, da credibilidade da autoridade monetária e de sua capacidade de ancorar as expectativas dos agentes econômicos. Outro elemento central do modelo é a taxa natural de juros. Conforme destaca Reis (2025), sua mensuração envolve elevado grau de incerteza, o que dificulta a calibração da política monetária e pode comprometer a eficácia das decisões da autoridade monetária.

No âmbito desse modelo, um aumento da demanda agregada tende a elevar as pressões inflacionárias, levando a autoridade monetária a elevar a taxa de juros para moderar o consumo e o investimento e, conseqüentemente, reconduzir a inflação à meta. Entretanto, esse processo pode produzir efeitos sobre o nível de atividade econômica e o emprego, evidenciando o *trade-off* enfrentado pela política monetária entre o controle da inflação e a estabilização do ciclo econômico.

Segundo Mishkin e Kiley (2025), o regime de metas de inflação contribuiu para a redução da inflação e para o fortalecimento da credibilidade dos bancos centrais em diversos países, reforçando a importância da transparência e da comunicação da política monetária. Além disso, Carlin e Soskice (2015) destacam que alterações na

taxa de juros afetam o consumo, o investimento, o crédito e, conseqüentemente, a demanda agregada, produzindo efeitos sobre o produto, o emprego e a inflação.

Em um contexto de maior endividamento público e de aumento da complexidade da condução da política econômica após a pandemia, Reis (2025) argumenta que a política monetária enfrenta restrições adicionais para controlar a inflação sem comprometer a sustentabilidade fiscal. Nesse contexto, Mishkin e Kiley (2025) defendem que instrumentos macroprudenciais podem complementar a política monetária, reduzindo a necessidade de utilizar exclusivamente a taxa de juros para enfrentar pressões inflacionárias e riscos à estabilidade financeira. Complementarmente, Jung, Romelli e Farvaque (2025) argumentam que a independência dos bancos centrais fortalece a credibilidade e a disciplina da política monetária, especialmente em economias democráticas e com elevado endividamento público. Segundo os autores, a autonomia da autoridade monetária reduz a influência de pressões políticas sobre as decisões de política monetária, contribuindo para a estabilidade de preços e para a maior eficácia do regime de metas de inflação.

1.7 Revisão de literatura empírica

Modelos DSGE (Dynamic Stochastic General Equilibrium) têm sido amplamente utilizados para estimar a taxa de juros natural, variável não observável que serve como referência para a condução da política monetária. A comparação entre a taxa efetiva e a taxa natural permite avaliar o grau de estímulo ou restrição monetária ao longo do ciclo econômico. Segundo Costa Junior et al. (2023), a trajetória da taxa de juros natural e o hiato da taxa de juros desempenham papel central na dinâmica inflacionária e na credibilidade da política monetária, permitindo identificar períodos de postura mais contracionista ou expansionista do Banco Central.

A literatura recente também destaca a importância das expectativas na transmissão da política monetária. Cochrane (2025) argumenta que agentes econômicos não ajustam suas expectativas instantaneamente, de modo que mecanismos de aprendizagem e expectativas com atraso produzem dinâmicas inflacionárias mais próximas das observadas empiricamente, incluindo respostas graduais a mudanças de política.

Nesse contexto, a eficácia do regime de metas de inflação depende da capacidade da autoridade monetária em reduzir persistentemente o desvio entre

inflação observada e meta. Conforme Costa Junior et al. (2023), a redução do hiato da taxa de juros associada à estabilidade inflacionária indica maior credibilidade da política monetária. Assim, modelos que incorporam taxa natural de juros e dinâmica das expectativas contribuem para uma avaliação empírica mais consistente da condução da política monetária.

1.8 A Política Monetária Ótima

A crítica de Lucas (1976) demonstrou que modelos empíricos tradicionais são inadequados para avaliar mudanças de política econômica, pois o comportamento dos agentes depende das expectativas formadas em relação à atuação sistemática da autoridade monetária. Nesse sentido, a política monetária não pode ser tratada como exógena ao funcionamento da economia.

Partindo desse fundamento, Woodford (2003) desenvolve o arcabouço Novo-Keynesiano baseado em otimização intertemporal e expectativas racionais, no qual a política monetária atua principalmente por meio da gestão das expectativas sobre a trajetória futura da taxa de juros. Assim, regras sistemáticas tornam-se mais relevantes do que ações discricionárias isoladas.

Nesse contexto, a estabilidade de preços assume papel central na política monetária ótima, uma vez que a ancoragem das expectativas inflacionárias contribui para a estabilização macroeconômica e para o bem-estar econômico (Woodford, 2003). A regra de Taylor pode ser interpretada como uma aproximação operacional dessa lógica, ao estabelecer respostas sistemáticas da taxa de juros aos desvios da inflação e, de forma complementar, ao hiato do produto.

Dessa forma, o referencial de Woodford fornece a base teórica do regime de metas de inflação, articulando a crítica de Lucas, a centralidade das expectativas e o papel das regras monetárias na condução da política econômica.

2 REGRAS MONETÁRIAS NO BRASIL

Neste capítulo, o foco será observar mais detalhadamente os desdobramentos da política econômica brasileira após o Plano Real de 1994, com um foco especial na eficiência do regime de metas de inflação no Brasil. A ideia é abordar as reformas que consolidaram o Tripé Macroeconômico, a transição desse modelo para a Nova Matriz Macroeconômica a partir de 2011 e, por fim, a crise de 2014, que gerou um período de instabilidade econômica e acabou afetando a reputação do Banco Central. Com isso, pretende-se mostrar como essas mudanças impactaram a economia do Brasil, os desafios para manter a estabilidade dos anos anteriores e até que ponto o regime de metas de inflação e as regras monetárias ajudaram ou não a enfrentar essa instabilidade.

2.1 O Plano Real e a Estabilização

Segundo Bacha (1996), o Plano Real teve como elemento central a criação da Unidade Real de Valor (URV), utilizada como unidade de conta para desindexar a economia e romper a inércia inflacionária antes da introdução do real como moeda oficial. A estratégia gradual permitiu ancorar as expectativas dos agentes econômicos e viabilizar a estabilização inflacionária, acompanhada por ajustes fiscais e maior coordenação da política monetária.

Embora bem-sucedido no controle da inflação, o plano gerou desequilíbrios macroeconômicos, especialmente fiscais e externos. A utilização inicial da âncora cambial pressionou o setor externo, levando posteriormente à adoção do regime de câmbio flutuante e à continuidade dos ajustes estruturais necessários à consolidação da estabilidade econômica (Bacha, 1996).

2.2 Pós-Plano Real

A partir da segunda metade da década de 1990, a economia brasileira passou por profunda reorganização institucional, culminando na consolidação do tripé macroeconômico com metas de inflação, superávit primário e câmbio flutuante. Formalizado em 1999 após o abandono da âncora cambial diante de crises externas e pressões sobre as reservas internacionais (Abreu, 2011).

A adoção desse arranjo fortaleceu o papel do Banco Central na condução da política monetária e contribuiu para a reconstrução da credibilidade macroeconômica. Mesmo após a transição política de 2002, a manutenção desses fundamentos permitiu redução da inflação, melhora das contas externas e retomada do crescimento econômico nos anos seguintes (Abreu, 2011).

O regime de câmbio flutuante ampliou a capacidade de resposta a choques externos, reduzindo a necessidade de ajustes abruptos na política monetária (Taylor, 1993). Embora mudanças fiscais posteriores tenham indicado flexibilização gradual do compromisso com superávits primários, a credibilidade acumulada sustentou a estabilidade até a crise internacional de 2008.

De forma geral, o tripé macroeconômico consolidou-se como base do regime monetário brasileiro, promovendo maior previsibilidade econômica e redução do risco inflacionário (Santolin, 2023). Evidências empíricas também apontam declínio da taxa natural de juros entre 2006 e 2010, associado à acomodação monetária e ao ajuste das expectativas inflacionárias (Ribeiro e Teles, 2013).

2.3 A Nova Matriz Macroeconômica

A partir de 2011, a política econômica brasileira passou por mudanças relevantes, com maior utilização de instrumentos monetários, fiscais e cambiais não convencionais. Contudo, a economia entrou em trajetória de deterioração que culminou na recessão da década de 2010 (Silva e Fishlow, 2020).

Períodos de elevação da taxa de juros entre 2012 e 2015 refletiram tentativas de controle inflacionário diante da perda de credibilidade da política econômica, indicando reação da política monetária às pressões inflacionárias e às condições macroeconômicas internas. Além disso, fatores externos como a desaceleração do comércio mundial e a queda das exportações de *commodities*, contribuíram para o agravamento do cenário econômico (Lopes, 2015).

O período pode ser caracterizado como uma nova “década perdida”, marcada por baixo crescimento econômico, evidenciando a necessidade de ajustes institucionais e maior coordenação das políticas macroeconômicas. (Silva e Fishlow, 2020).

2.4 A Crise de 2014 e a Reputação do Banco Central

A crise econômica iniciada em 2014 marcou uma das recessões mais profundas da história recente brasileira, resultante da combinação de choques internos e externos, deterioração fiscal e erros de política econômica. O período foi caracterizado por queda do PIB, aumento do desemprego e agravamento das contas públicas, ampliando a percepção de instabilidade macroeconômica.

A condução da política macroeconômica foi significativamente afetada após 2014, com redução da credibilidade institucional e menor efetividade das políticas de controle inflacionário. A instabilidade das regras econômicas comprometeu a confiança no regime de metas de inflação, evidenciando como fatores políticos e econômicos influenciam a reputação da autoridade monetária (Salomão Neto e Silva, 2024).

As tentativas de consolidação fiscal iniciadas em 2015 apresentaram efeitos limitados no curto prazo, porém medidas posteriores, como a PEC do teto dos gastos e a reforma da Previdência, sinalizaram compromisso com o ajuste fiscal, contribuindo para redução do risco país, queda das taxas de juros e início de recuperação econômica gradual (Salomão Neto e Silva, 2024). Regras fiscais críveis tendem a reforçar a confiança dos investidores e melhorar as condições macroeconômicas, enquanto a credibilidade das ações de consolidação fiscal contribui para reduzir pressões inflacionárias e favorecer crescimento sustentável (Cavalcanti; Corsetti; Fanelli, 2019).

Durante o período associado à Nova Matriz Macroeconômica, observou-se redução da transparência na comunicação da política monetária e indícios de metas implícitas de inflação, o que dificultou o alinhamento das expectativas inflacionárias às metas oficiais e contribuiu para a persistência inflacionária a partir de 2013 (Costa Junior, 2022).

A crise de 2014 evidenciou a importância da autonomia e da credibilidade do Banco Central para a estabilidade econômica, reforçando a necessidade de transparência institucional e consistência na condução da política monetária. Esse contexto histórico fundamenta a análise empírica subsequente sobre a reação da política monetária brasileira diante de choques macroeconômicos recentes.

2.5 Política monetária no Brasil na última década

Após a crise iniciada em 2014, a política monetária brasileira passou por processo gradual de recomposição de credibilidade, com maior previsibilidade das decisões e reafirmação do regime de metas de inflação. A partir de 2016, a taxa Selic voltou a desempenhar papel central na estabilização nominal, em consonância com os princípios do Novo Consenso Macroeconômico (Mishkin, 2007).

A pandemia de COVID-19, em 2020, introduziu novo choque macroeconômico, levando à redução da taxa Selic a níveis historicamente baixos e à adoção de medidas extraordinárias de liquidez. O posterior aumento inflacionário, associado a disrupções nas cadeias globais e à elevação dos preços de commodities, reacendeu o debate sobre os limites da política monetária convencional (Blanchard, 2022).

A autonomia formal do Banco Central, estabelecida pela Lei Complementar nº 179/2021, reforçou a separação entre política monetária e ciclos políticos, sendo associada na literatura ao fortalecimento da credibilidade institucional e à melhor ancoragem das expectativas inflacionárias (Mishkin e Kiley, 2025).

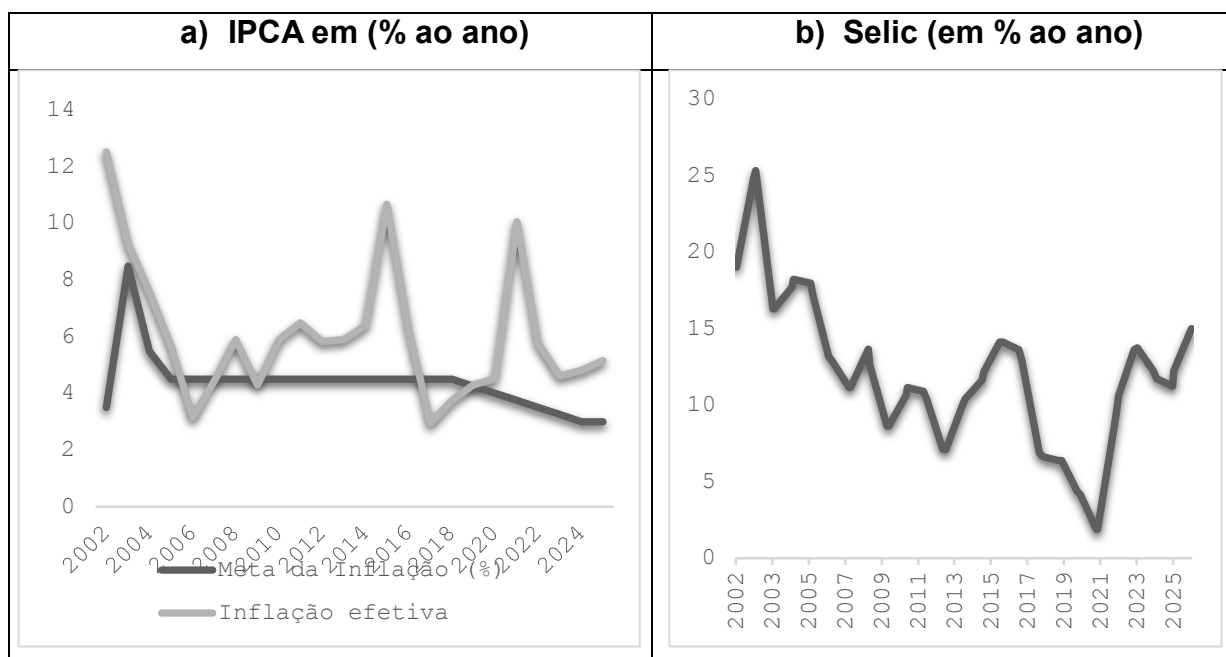
Apesar desse avanço institucional, a inflação permaneceu resistente mesmo diante do ciclo de aperto monetário iniciado em 2021. A dinâmica observada entre 2022 e 2025, marcada por política monetária restritiva e convergência inflacionária gradual, reforça a relevância de investigar empiricamente a função de reação do Banco Central ao longo do período analisado. Nesse contexto, a estimação de regras de Taylor tradicional e estendida permite avaliar se a condução da política monetária permaneceu alinhada ao regime de metas de inflação ou se incorporou respostas adicionais a choques macroeconômicos e condições financeiras recentes.

2.6 A Inflação, Meta e Taxa de Juros no Brasil

Com o objetivo de relacionar a fundamentação teórica à experiência brasileira, esta seção apresenta uma análise descritiva do comportamento da inflação, da meta inflacionária e da taxa de juros no período de 2002 a 2025. O recorte temporal abrange diferentes fases da economia brasileira, incluindo a consolidação do regime de metas de inflação nos anos 2000, o período de instabilidade associado às mudanças de política econômica a partir de 2011 e os efeitos do choque provocado pela pandemia de COVID-19.

As Figuras 1a e 1b, construídas com base em séries históricas oficiais, permitem visualizar a evolução dessas variáveis ao longo do tempo, evidenciando os principais ciclos macroeconômicos e oferecendo base descritiva para a análise econométrica desenvolvida nas seções seguintes.

Figura 1 – Inflação, Meta e Taxa de Juros no Brasil (2002-2025)



Fonte: Banco Central do Brasil (2025).

2.7 Evolução do IPCA e da Selic (2002–2025)

A trajetória do IPCA e da taxa Selic entre 2002 e 2025 reflete as transformações macroeconômicas do regime de metas no Brasil. Nos anos 2000, o controle inflacionário e os juros elevados garantiram a ancoragem das expectativas. Contudo, a partir de 2013, a deterioração fiscal e a perda de credibilidade geraram pressões inflacionárias, exigindo um forte aperto monetário entre 2014 e 2016.

Após uma postura cautelosa de recuperação (2017–2019), a pandemia de 2020 impôs um corte histórico na Selic face ao choque recessivo. Nos anos seguintes, até 2025, choques de oferta e incertezas externas forçaram um novo ciclo de alta. Em suma, o comportamento das séries comprova a reação proativa do Banco Central para estabilizar os preços, condicionada pela credibilidade institucional e pelo ambiente econômico.

3 METODOLOGIA

Esta seção apresenta a estratégia empírica utilizada para avaliar se o Banco Central do Brasil (BCB) considera as condições financeiras na condução da política monetária, além da estabilidade de preços e da suavização do ciclo econômico. Fundamentada na literatura Novo-Keynesiana de regras sistemáticas e expectativas racionais proposta por Lucas (1976) e desenvolvida por Woodford (2003), adota-se a Regra de Taylor (1993) como aproximação operacional da função de reação da autoridade monetária. Diante de evidências empíricas de que os bancos centrais também reagem à volatilidade dos mercados, estimam-se duas especificações, a Regra de Taylor tradicional (com inflação, expectativas inflacionárias e hiato do emprego) e uma versão ampliada, que incorpora o retorno do índice Ibovespa e a variação cambial. A comparação entre os modelos visa testar a hipótese de um triplo mandato no Brasil, e as variáveis utilizadas constam no Quadro 1.

Quadro 1 – Glossário, Variáveis e Dados Utilizados

Variável	Glossário	Discriminação	Fonte
IPCA	π_t	Taxa de inflação medida pelo IPCA acumulado em 12 meses	IBGE; BCB
Expectativa de Inflação	$E_{(t-2)}(\pi_t)$	Expectativa média do IPCA para os próximos 12 meses, defasada em dois períodos.	BCB
Hiato do Emprego	$L_{(t-5)}$	Diferença entre a série de emprego dessazonalizada e sua tendência de longo prazo estimada via filtro Hodrick–Prescott.	CNI
Ibovespa	$b_{(t-1)}$	Retorno mensal do Índice Bovespa, defasado em um período.	B3
Δ Câmbio	$\Delta e_{(t-1)}$	Variação mensal da taxa de câmbio R\$/US\$ (fim de período), defasada em um período.	BCB
Crises (dummy)	D	Assume valor 1 nos meses classificados como crise e 0 nos demais.	Elaboração própria
SELIC	i_t	Taxa de juros – Over/Selic acumulada no mês (% a.m.).	BCB

Fonte: elaboração própria a partir das séries originais - Banco Central do Brasil (2025); IBGE (2025) (B3): Bolsa, Brasil, Balcão (2025) (CNI): Confederação Nacional da Indústria (2025).

As variáveis utilizadas no modelo foram selecionadas de acordo com a literatura macroeconômica e adaptadas a partir de séries oficiais. O IPCA foi construído inflação acumulada em 12 meses, seguindo Taylor (1993). As expectativas de inflação para 12 meses à frente foram obtidas do Boletim Focus, refletindo o caráter

forward-looking da política monetária descrito por Svensson (1997) indicando que o Banco Central reage não apenas à inflação corrente, mas também às expectativas futuras dos agentes econômicos.

O hiato do emprego foi calculado a partir da série de horas trabalhadas na indústria, dessazonalizada e filtrada via filtro Hodrick – Prescott (1997), resultando na diferença entre o emprego observado e sua tendência estimada. A variação cambial (Δ câmbio) foi obtida pela log-diferença da taxa nominal R\$/US\$ ao final do período, enquanto o retorno do Ibovespa mensura condições financeiras relevantes para economias emergentes, conforme discutido por Mishkin (2007).

3.1 Especificações econométricas

A formulação empírica parte da Regra de Taylor original, que postula que a taxa básica de juros deve responder a desvios da inflação em relação à meta e ao hiato do emprego. Uma variável *dummy* associada a períodos de crise econômica foi incorporada ao modelo, assumindo valor igual a 1 nos intervalos compreendidos entre julho de 2008 e junho de 2009, período correspondente à crise financeira internacional; entre abril de 2014 e setembro de 2016, associado à recessão econômica doméstica; e entre abril de 2020 e julho de 2021, relacionado aos efeitos econômicos da pandemia de COVID-19. Nos demais períodos, a variável assume valor zero. A inclusão dessa variável busca capturar possíveis mudanças estruturais na condução da política monetária brasileira durante episódios de elevada instabilidade macroeconômica. Com base nessa estrutura, estima-se inicialmente o modelo básico apresentado na Equação (1):

$$i_t = \beta_0 + \beta_1 \pi_t + \beta_2 E_t(\pi_t) + \beta_3 L_t + D + u_t \quad (1)$$

Essa especificação é baseada em uma Regra de Taylor híbrida, isto é, incorpora tanto o componente *backward-looking*, representado pela inflação observada (IPCA) defasada, quanto o componente *forward-looking*, captado pelas expectativas inflacionárias. O hiato do emprego com defasagem incorpora a condição cíclica da economia, embora a literatura reconheça que esse canal tende a ser menos robusto em economias emergentes.

Na Equação (1), i_t representa a taxa básica de juros Selic no período t ; β_0 corresponde ao termo constante da regra monetária; π_t representa a inflação observada, medida pelo IPCA; $E_t(\pi_t)$ representa as expectativas de inflação formadas pelos agentes econômicos; L_t corresponde ao hiato do emprego; D representa a variável *dummy* associada aos períodos de crise econômica; e u_t corresponde ao termo de erro. Os coeficientes β_1 , β_2 e β_3 representam a sensibilidade da taxa Selic às respectivas variáveis explicativas do modelo, sendo β_1 associado à inflação observada, β_2 às expectativas de inflação e β_3 ao hiato do emprego.

Entretanto, como argumentado anteriormente, a política monetária brasileira também pode reagir a fricções financeiras e cambiais. Assim, estima-se também a versão ampliada da regra, apresentada na Equação (2):

$$i_t = \beta_0 + \beta_1\pi_t + \beta_2E_{(t)}(\pi_t) + \beta_3L_t + \beta_4b_t + \beta_5\Delta e_t + D + u_t \quad (2)$$

Essa versão ampliada da regra incorpora variáveis financeiras adicionais capazes de influenciar a condução da política monetária. O termo b_t representa o retorno do índice Ibovespa, utilizado como *proxy* para as condições financeiras domésticas, enquanto Δe_t corresponde à variação da taxa de câmbio nominal, captando pressões externas e movimentos do mercado cambial. Os coeficientes β_4 e β_5 representam a sensibilidade da taxa Selic às variações do Ibovespa e da taxa de câmbio, respectivamente, indicando a magnitude e a direção da resposta da política monetária a essas variáveis financeiras.

A inclusão dessas variáveis permite avaliar se o Banco Central reage não apenas à inflação observada, medida pelo IPCA, e ao hiato do emprego, mas também às condições financeiras domésticas e às variações da taxa de câmbio. Dessa forma, amplia-se a análise da Regra de Taylor para o contexto de uma economia emergente, possibilitando testar a hipótese de um comportamento híbrido ou de um possível "triplo mandato" do Banco Central.

3.2 Implementação do método GMM

Considerando a possível endogeneidade entre a taxa Selic e as variáveis explicativas do modelo, optou-se pela estimação por meio do Método dos Momentos

Generalizados (GMM). Hansen (1982) demonstra que o método permite obter estimadores consistentes na presença de endogeneidade, desde que sejam utilizados instrumentos válidos. Conforme Bueno (2011), o GMM é adequado em situações nas quais pode haver simultaneidade entre as variáveis, o que pode comprometer a consistência dos estimadores obtidos por Mínimos Quadrados Ordinários. A heterocedasticidade dos resíduos, por sua vez, foi tratada mediante a utilização de erros-padrão robustos com correção de White.

3.3 Estratégia de Interpretação Econométrica

A interpretação econométrica baseou-se nos coeficientes estimados das Equações (1) e (2), os quais permitem captar o efeito *ceteris paribus* das variáveis explicativas sobre a taxa Selic. A análise considerou o sinal, a magnitude e a significância estatística dos parâmetros estimados, permitindo verificar a resposta da política monetária às variáveis incluídas no modelo. Em particular, a significância estatística das variáveis financeiras, representadas pelo Ibovespa e pela taxa de câmbio, constitui evidência favorável à hipótese de um possível triplo mandato do Banco Central. Além disso, a utilização de variáveis instrumentais na estimação via GMM permite lidar com eventual correlação serial, preservando a especificação teórica dos modelos e contribuindo para a consistência dos estimadores.

3.4 Resumo das Especificações

Foram estimadas diferentes especificações da regra de Taylor para o Brasil utilizando o método dos Momentos Generalizados (GMM), com dados mensais para o período de 2002 a 2025. As especificações variam conforme a inclusão progressiva de variáveis macroeconômicas e financeiras. As especificações dos modelos são:

- ❖ **Modelo 1:** inflação corrente (IPCA), expectativa de inflação e hiato do emprego.
- ❖ **Modelo 2:** inflação corrente (IPCA), expectativa de inflação, hiato do emprego e *dummy* de crise.
- ❖ **Modelo 3:** inflação corrente (IPCA), expectativa de inflação, hiato do emprego e índice IBOVESPA.

- ❖ **Modelo 4:** inflação corrente (IPCA), expectativa de inflação, hiato do emprego, índice IBOVESPA e *dummy* de crise.
- ❖ **Modelo 5:** inflação corrente (IPCA), expectativa de inflação, hiato do emprego e variação da taxa de câmbio (Δ câmbio).
- ❖ **Modelo 6:** inflação corrente (IPCA), expectativa de inflação, hiato do emprego, variação da taxa de câmbio (Δ câmbio) e *dummy* de crise.
- ❖ **Modelo 7:** inflação corrente (IPCA), expectativa de inflação, hiato do emprego, índice IBOVESPA e variação da taxa de câmbio (Δ câmbio).
- ❖ **Modelo 8:** inflação corrente (IPCA), expectativa de inflação, hiato do emprego, índice IBOVESPA, variação da taxa de câmbio (Δ câmbio) e *dummy* de crise.

4 RESULTADOS EMPIRICOS

A Tabela 1 apresenta estatísticas descritivas das variáveis utilizadas nas estimações, oferecendo uma visão geral do comportamento das séries ao longo do período analisado. Observa-se na tabela que a taxa Selic apresenta média de 11,75% ao ano, refletindo que há um histórico de política monetária bastante restritiva. O IPCA e as expectativas inflacionárias exibem variabilidade relevante ao longo da amostra, indicando episódios recorrentes de pressão inflacionária. Por exemplo, a média do IPCA foi de 6,20% ao ano, enquanto a meta oscilava de 3 a 4,5%, isso indica a enorme dificuldade de o BCB convergir a inflação para a meta no Brasil e pode ser uma das causas do juro demasiadamente alto no país.

Tabela 1 - Estatística descritiva

Variável	Média	Mediana	Desvio padrão	Máximo	Mínimo
Taxa Selic	11,75	11,62	4,94	28,2	1,57
câmbio ($\Delta \ln$)	0,00	0,00	0,04	0,19	-0,10
IBOVESPA	1,03	1,03	1,94	6,59	-4,09
Hiato do Emprego	-0,01	0,20	1,46	3,69	4,59
Expect. inflação	5,10	4,88	1,38	13,24	2,50
IPCA	6,20	5,69	2,81	17,24	1,88

Fonte: elaboração própria.

O hiato do emprego oscila em torno de zero, refletindo as flutuações do ciclo econômico em torno do emprego potencial. Em modelos com rigidez de preços, essas oscilações resultam de distorções provocadas pelo ajuste incompleto dos preços na economia, fazendo com que o nível de emprego efetivo se desvie do seu patamar eficiente de equilíbrio. Nesse contexto, a estabilização da inflação e do hiato do emprego torna-se central para a condução da política monetária (Woodford, 2003).

A literatura também discute o papel informacional dos preços de ativos para a análise da inflação e das condições macroeconômicas, embora estes não constituam necessariamente um objetivo direto da política monetária (Bryan, Cecchetti e O'Sullivan, 2002). Esses resultados iniciais sugerem um ambiente econômico sujeito a choques, justificando a estimação de regras de política monetária que incorporem componentes *forward-looking*, *backward-looking* e fatores financeiros.

4.1 Testes de Raiz Unitaria e Diagnóstico

Antes de estimar os modelos, foi analisado o comportamento das séries em termos de estacionariedade. Para tanto, as séries utilizadas foram submetidas a testes de raiz unitária, particularmente: a) Augmented Dickey-Fuller (ADF), b) Phillips-Perron (PP) e c) KPSS. Etapa necessária para reduzir o risco de regressões espúrias e para orientar a escolha de transformações e defasagens compatíveis com o comportamento das variáveis. Nos testes ADF e Phillips-Perron, a hipótese nula considera a presença de raiz unitária, indicando não estacionariedade da série. Assim, a rejeição da hipótese nula sugere que a variável é estacionária. Por outro lado, no teste KPSS, a hipótese nula assume que a série é estacionária, sendo a rejeição dessa hipótese indicativa de não estacionariedade.¹ As variáveis serão consideradas estacionárias a 5% de significância estatística.

Os resultados dos testes ADF, Phillips-Perron e KPSS indicam que a maior parte das variáveis apresentam estacionariedade em nível, enquanto a taxa Selic por sua vez, mostrou comportamento não estacionário em nível, resultado compatível com a elevada persistência característica de instrumentos de política monetária. Esse diagnóstico justificou o uso de transformações e defasagens antes das estimações econométricas. A presença de possíveis problemas de endogeneidade reforça a adoção do método GMM, mais adequado para modelos dinâmicos de política monetária.

¹ O gráfico da evolução temporal da Taxa Selic, encontra-se disponível no Apêndice A, inserido após a seção de referências. Utilizado apenas para fins ilustrativos do comportamento da série ao longo do tempo, evidenciando visualmente sua não estacionariedade em nível.

Tabela 2 - Testes de raiz unitária

Variável	ADF	PP	KPSS
Taxa SELIC	-2.43 [-3.42] ^c	-2.89 [-3.42] ^c	0.20* [0.14] ^c
IPCA	-4.01* [-2.87] ^b	-3.04* [-2.87] ^b	0.23 [0.46] ^b
Expectativa de Inflação	-4.08* [-2.87] ^b	-3.07* [-2.87] ^b	0.39 [0.46] ^b
Δ Câmbio	-11.73* [-2.87] ^b	-11.70* [-2.87] ^b	0.15 [0.46] ^b
Hiato do emprego	-5.01* [-2.87] ^b	-3.97* [-2.87] ^b	0.02 [0.46] ^b
IBOVESPA	-3.37* [-2.87] ^b	-4.22* [-2.87] ^b	0.20 [0.46] ^b

Fonte: elaboração própria.

Notas: Estimativas em nível. (^b) com constante; (^c) com constante e tendência * indica significância a 5%. ADF e PP: H_0 = raiz unitária (não estacionária). KPSS: H_0 = estacionariedade.

Após confirmar a adequação das séries em termos de estacionariedade, foram estimados oito modelos da Regra de Taylor por meio do Método dos Momentos Generalizados, conforme apresentado na Tabela 3. Os Modelos 1 e 2 foram estimados com base na Equação (1), correspondente à especificação tradicional da Regra de Taylor. Já os Modelos 3 a 8 foram estimados com base na Equação (2), correspondente à versão ampliada da Regra de Taylor, que incorpora variáveis financeiras. Nos Modelos 3 e 4 foi incluído o retorno do índice Ibovespa, nos Modelos 5 e 6 a variação da taxa de câmbio e, nos Modelos 7 e 8, ambas as variáveis financeiras. Em parte das especificações, também foi incluída uma variável *dummy* para períodos de crise, representando a crise financeira internacional de 2008–2009, a recessão brasileira de 2014–2016 e os efeitos econômicos da pandemia de Covid-19 entre 2020 e 2021. Essa estratégia permite avaliar se a inclusão de variáveis financeiras amplia o poder explicativo da Regra de Taylor e se a condução da política monetária brasileira considera, além dos fundamentos tradicionais, informações provenientes das condições financeiras e de episódios de instabilidade macroeconômica.

Como argumentado anteriormente, os modelos estimados por GMM utilizam defasagens das variáveis como instrumentos, cuja seleção pode ser observada na

Tabela 3. Em razão das restrições de graus de liberdade impostas pelo tamanho da amostra, adotou-se uma escolha parcimoniosa de instrumentos, buscando mitigar eventuais problemas de endogeneidade e correlação serial sem incorrer na proliferação excessiva de instrumentos. A adequação do conjunto instrumental foi avaliada por meio do teste J de Hansen-Sargan, cujos elevados níveis de significância em todas as especificações indicam que não se rejeita a hipótese nula de validade dos instrumentos. Esses resultados sugerem que o conjunto instrumental utilizado é apropriado, conferindo consistência às estimativas obtidas pelo método GMM.

Tabela 3 – Diagnóstico dos modelos – Regra de Taylor no Brasil (GMM)

Modelo	Instrumentos	Teste J	R ²
Modelo 1	IPCA(-2); EXPECTATIVA(-3); HIATO(-5); Constante	0.31 [0.57]	0.43
Modelo 2	IPCA(-3,-5); EXPECTATIVA(-3, -5); HIATO(-5,-8); CRISES; Constante	12.37 [0.13]	0.50
Modelo 3	IPCA(-6,-7); EXPECTATIVA(-6); HIATO(-6,-7); IBOV(-7); Constante	4.37 [0.22]	0.49
Modelo 4	IPCA(-3); EXPECTATIVA(-4); HIATO(-6); IBOV(-2); CRISES; Constante	0.14 [0.70]	0.52
Modelo 5	IPCA(-1); EXPECTATIVA(-3); HIATO(-6); D_L_CAMBIO(-2); Constante	0.14 [0.70]	0.44
Modelo 6	IPCA(-2); EXPECTATIVA(-3); HIATO(-6); D_L_CAMBIO(-2); CRISES; Constante	0.60 [0.43]	0.48
Modelo 7	IPCA(-2); EXPECTATIVA(-3); HIATO(-6); IBOV; D_L_CAMBIO(-1); Constante	0.46 [0.49]	0.48
Modelo 8	IPCA(-2); EXPECTATIVA(-3); HIATO(-6); IBOV(-1); D_L_CAMBIO(-1); CRISES; Constante	0.005 [0.943]	0.53

Fonte: elaboração própria.

Nota: Teste J – H0: O modelo é corretamente especificado no sentido de que as restrições de sobre-identificação são válidas ao nível de 5%.

4.2 Resultados dos Modelos e Discussão

Passando agora para os resultados apresentados na Tabela 4, observa-se um comportamento bastante instigante na função de reação do Banco Central. Em primeiro lugar, a inflação corrente mostra-se estatisticamente significativa em cinco dos oito modelos estimados, indicando que aumentos na inflação corrente tendem a provocar elevação na taxa Selic, em linha com o comportamento esperado de uma regra de Taylor. Já a inflação esperada apresenta significância estatística em todas as especificações, sugerindo que a política monetária responde de forma sistemática às expectativas inflacionárias e reforçando a importância do componente prospectivo na condução da política monetária.

Além disso, observa-se que o hiato do emprego apresenta significância estatística apenas nos Modelos 4 e 8, indicando uma influência menos robusta das condições da atividade econômica sobre a taxa Selic. Entre as variáveis financeiras, o Ibovespa apresenta coeficientes positivos e estatisticamente significativos em todas as especificações nas quais foi incluído, sugerindo que os preços dos ativos podem fornecer informações relevantes para a condução da política monetária. Esse resultado fornece evidências favoráveis à hipótese central desta monografia, de que o Banco Central pode reagir não apenas à inflação e à atividade econômica, mas também às condições financeiras, em linha com a hipótese de um possível triplo mandato. Em contraste, a taxa de câmbio não apresenta significância estatística em nenhum dos modelos estimados. Por fim, a *dummy* de crise apresenta coeficientes negativos em todas as especificações nas quais foi incorporada, sendo estatisticamente significativa nos Modelos 2, 4 e 6.

Tabela 4 - Modelos – Regra de Taylor no Brasil (GMM)

Regra de Taylor	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6	Modelo 7	Modelo 8
Variável	Selic							
IPCA	0.48 (0.26)	0.66 (0.15) ^a	0.52 (0.22) ^b	0.59 (0.22) ^a	0.32 (0.28)	0.41 (0.26)	0.59 (0.25) ^b	0.48 (0.23) ^b
Expectativa IPCA	1.65 (0.34) ^a	1.52 (0.20) ^a	1.49 (0.29) ^a	1.53 (0.31) ^a	1.86 (0.36) ^a	1.86 (0.33) ^a	1.41 (0.31) ^a	1.65 (0.35) ^a
Hiato do emprego	0.08 (0.27)	0.11 (0.19)	0.36 (0.22)	0.75 (0.32) ^b	0.17 (0.28)	0.27 (0.27)	0.63 (0.33)	0.73 (0.33) ^b
IBOVESPA	-	-	0.69 (0.16) ^a	0.67 (0.29) ^b	-	-	0.84 (0.24) ^a	0.65 (0.26) ^b
Δ Câmbio	-	-	-	-	-7.06 (9.34)	5.21 (25.74)	3.95 (31.13)	2.59 (7.85)
Dummy crise	-	-2.21 (0.77) ^a	-	-2.42 (1.03) ^b	-	-2.85 (0.97) ^a	-	-2.60 (3.91)

Fonte: elaboração própria.

Notas. Variável dependente: SELIC. Erros-padrão entre parênteses. ^a, ^b indicam significância a 1% e 5% respectivamente.

Os resultados apresentados na Tabela 4 indicam que a condução da política monetária no Brasil apresenta elevada sensibilidade às expectativas inflacionárias, evidenciando um comportamento predominantemente *forward-looking* da autoridade monetária. Esse resultado é consistente com a hipótese de expectativas racionais,

segundo a qual a inflação esperada incorpora informações relevantes sobre a dinâmica futura dos preços. Em contraste, as evidências associadas ao hiato do emprego mostram-se menos robustas, não indicando uma resposta sistemática da política monetária às condições do mercado de trabalho. À luz do tradicional *trade-off* entre inflação e emprego, esses resultados sugerem que, diante de um eventual conflito entre esses objetivos, o Banco Central tende a priorizar a convergência da inflação para a meta em detrimento da estabilização do emprego, atribuindo maior peso à estabilidade de preços.

Nos Modelos 1 e 2, correspondentes à especificação tradicional da Regra de Taylor, as expectativas de inflação apresentam coeficientes elevados e estatisticamente significativos, além de magnitude superior à da inflação corrente, reforçando a predominância do componente prospectivo na condução da política monetária brasileira. Esse comportamento está alinhado à literatura de política monetária ótima, segundo a qual bancos centrais que operam sob regimes de metas de inflação respondem de forma particularmente sensível às expectativas inflacionárias, buscando preservar a credibilidade da política monetária e evitar processos de desancoragem das expectativas (Woodford, 2003). A inflação corrente torna-se significativa apenas no Modelo 2, enquanto o hiato do emprego não apresenta significância estatística em nenhuma das especificações. A inclusão da *dummy* de crise produz alterações na função de reação monetária, evidenciadas pelo coeficiente negativo e estatisticamente significativo da variável, indicando que a autoridade monetária adotou comportamento distinto em períodos de maior instabilidade econômica.

Nos Modelos 3 e 4, baseados na versão ampliada da Regra de Taylor com a inclusão do Ibovespa, as expectativas de inflação mantêm sua elevada significância e magnitude, enquanto o Ibovespa apresenta coeficientes positivos e estatisticamente significativos em ambas as especificações. Esse resultado sugere que os preços dos ativos financeiros fornecem informações relevantes para a condução da política monetária, reforçando a hipótese central desta monografia de que o Banco Central pode considerar, além da inflação e do emprego, condições financeiras na definição da taxa Selic, em linha com a hipótese de um possível triplo mandato. Essa interpretação é consistente com Goodhart (1999) e Bryan, Cecchetti e O'Sullivan (2002), que destacam o conteúdo informacional dos preços dos ativos sobre as condições macroeconômicas futuras. O hiato do emprego torna-se significativo

apenas no Modelo 4, após a inclusão da *dummy* de crise, resultado esperado, uma vez que essa variável controla períodos recessivos e evidencia que, em momentos de crise, o Banco Central passa a atribuir maior importância à estabilização da atividade econômica, refletindo seu segundo mandato. Como esse resultado não se repete nas demais especificações, sua interpretação deve restringir-se aos períodos de instabilidade econômica.

Nos Modelos 5 e 6, que incorporam a taxa de câmbio, a inflação corrente perde significância estatística, sugerindo que parte das informações anteriormente capturadas pelo IPCA passa a ser absorvida pela variável cambial. Entretanto, como a taxa de câmbio não apresenta significância estatística em nenhuma das estimações, não há evidências de que o Banco Central tenha reagido diretamente às oscilações cambiais. A *dummy* de crise permanece negativa e estatisticamente significativa, enquanto a inclusão do câmbio não altera substancialmente os demais coeficientes da função de reação monetária.

Por fim, os Modelos 7 e 8 reúnem simultaneamente inflação corrente, expectativa de inflação, hiato do emprego, Ibovespa, câmbio e *dummy* de crise. Os resultados confirmam os padrões observados nas especificações anteriores. A expectativa de inflação permanece significativa em ambos os modelos, reforçando sua posição como principal variável explicativa da taxa Selic. O Ibovespa continua apresentando coeficientes positivos e estatisticamente significativos, mesmo após a inclusão da taxa de câmbio, enquanto esta última permanece sem significância estatística.

A comparação entre os Modelos 7 e 8 reforça um padrão já observado anteriormente entre os Modelos 3 e 4. A inclusão da *dummy* de crise torna o hiato do emprego estatisticamente significativo, sugerindo que a atividade econômica ganha relevância relativa em algumas especificações que controlam períodos de instabilidade econômica. Entretanto, como a significância do hiato aparece apenas nos Modelos 4 e 8, os resultados não permitem concluir que exista uma resposta sistemática da política monetária ao ciclo econômico ao longo de toda a amostra.

De forma geral, os resultados indicam que a função de reação do Banco Central do Brasil é fortemente orientada pelas expectativas inflacionárias. A inflação esperada permaneceu significativa em todas as especificações estimadas, constituindo o resultado mais robusto do trabalho. Em contraste, os resultados associados ao hiato do emprego mostram-se menos robustos, uma vez que sua significância estatística

aparece apenas nos Modelos 4 e 8. Entre as variáveis financeiras, o Ibovespa apresentou significância estatística em todas as especificações nas quais foi incluído, sugerindo que os preços dos ativos podem fornecer informações adicionais relevantes para a compreensão da política monetária. Já a taxa de câmbio não apresentou evidências robustas de influência direta sobre a taxa Selic.

Adicionalmente, a comparação entre os modelos com e sem *dummy* de crise sugere que a função de reação da autoridade monetária pode sofrer alterações ao longo do ciclo econômico. A significância da *dummy* nos Modelos 2, 4 e 6, bem como as mudanças observadas nos coeficientes do IPCA e do hiato do emprego, indicam que períodos de crise podem modificar parcialmente os parâmetros da função de reação monetária. Esse resultado sugere que a condução da política monetária não permanece completamente inalterada ao longo do tempo, podendo apresentar respostas distintas diante de contextos econômicos excepcionais.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

A questão central consistiu em verificar se a função de reação da autoridade monetária permaneceu concentrada na estabilidade de preços ou se incorporou objetivos associados à atividade econômica e à estabilidade financeira.

A discussão teórica mostrou que a política monetária moderna resulta de um longo processo de desenvolvimento teórico. Das contribuições de Wicksell acerca da taxa de juros como instrumento de estabilização monetária, passando pelas preocupações keynesianas com produto e emprego, pelas contribuições de Friedman sobre credibilidade e estabilidade monetária e pela incorporação das expectativas racionais por Lucas, consolida-se uma interpretação que encontra sua formulação mais completa na literatura. Nesse contexto, Woodford (2003) destaca o papel central das expectativas na condução da política monetária e no funcionamento dos regimes de metas de inflação.

Os resultados obtidos mostraram forte aderência a essa interpretação. A expectativa de inflação foi a variável mais robusta em todas as especificações estimadas, indicando que a condução da taxa Selic esteve fortemente associada à antecipação de pressões inflacionárias futuras. Esse resultado sugere que a principal contribuição do regime de metas de inflação no período analisado foi a coordenação e a ancoragem das expectativas dos agentes econômicos, elemento fundamental para a credibilidade da política monetária.

Por outro lado, as evidências associadas ao hiato do emprego mostraram-se menos robustas. Embora a atividade econômica tenha apresentado relevância em algumas especificações, especialmente na presença da *dummy* de crise, sua importância não se manteve ao longo de todos os modelos estimados. Dessa forma, os resultados não sustentam a hipótese de que o Banco Central tenha perseguido sistematicamente um duplo mandato, atribuindo pesos semelhantes à estabilidade de preços e à estabilização do ciclo econômico.

Ao mesmo tempo, a significância estatística observada para o Ibovespa em todas as especificações nas quais a variável foi incorporada constitui um dos principais resultados desta pesquisa. Essa evidência sugere que informações provenientes dos mercados financeiros contribuem para explicar a condução da política monetária brasileira, ampliando o alcance explicativo da Regra de Taylor tradicional. Embora os resultados não permitam afirmar que a estabilidade financeira

constitua um objetivo explícito da política monetária, eles indicam que variáveis financeiras carregam informações relevantes para a compreensão da função de reação do Banco Central.

Em contraste, a taxa de câmbio não apresentou evidências robustas de influência direta sobre a taxa Selic. Já a inclusão da *dummy* de crise revelou que a função de reação monetária não permanece completamente estável ao longo do tempo, sugerindo que períodos de instabilidade econômica podem alterar parcialmente a importância relativa das variáveis consideradas pela autoridade monetária.

Diante dessas evidências, conclui-se que a hipótese de um triplo mandato pleno não encontra respaldo empírico suficiente na amostra analisada. A estabilidade de preços permaneceu como o principal objetivo da política monetária brasileira, enquanto a atividade econômica apresentou relevância limitada e não sistemática. Por outro lado, as evidências associadas ao Ibovespa sugerem que a dimensão financeira não pode ser ignorada na análise da política monetária. Assim, os resultados apontam para uma função de reação predominantemente orientada para a estabilidade de preços, mas mais ampla do que aquela prevista pela formulação tradicional da Regra de Taylor.

A principal contribuição deste trabalho consiste em demonstrar que a avaliação da eficiência do regime de metas de inflação não deve restringir-se ao comportamento da inflação observada. A análise da função de reação do Banco Central mostrou que expectativas inflacionárias, condições financeiras e episódios de instabilidade econômica também são relevantes para compreender a condução da política monetária no Brasil. Nesse sentido, os resultados sugerem que a política monetária brasileira entre 2002 e 2025 é mais bem compreendida por uma versão ampliada da Regra de Taylor, na qual a estabilidade de preços permanece como objetivo predominante, mas não exclusivo, da atuação da autoridade monetária.

REFERÊNCIAS

- ABREU, Marcelo de Paiva (org.). **A ordem do progresso**: dois séculos de política econômica no Brasil. 2. ed. Rio de Janeiro: GEN Atlas, 2014. E-book. Disponível em: <https://minhabiblioteca.com.br/catalogo/livro/98737>. Acesso em: 5 ago. 2025.
- B3. **Índice Ibovespa**: estatísticas históricas. São Paulo: B3, [2025]. Disponível em: https://www.b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/indices/indices-amplos/indice-ibovespa-ibovespa-estatisticas-historicas.htm. Acesso em: 13 jul. 2026.
- BACHA, Edmar Lisboa. Plano Real: uma segunda avaliação. **Texto para Discussão IPEA**, Brasília, DF, n. 423, p. 1-28, jun. 1996.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Focus**: Relatório de Mercado. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, [2025]. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>. Acesso em: 05 jul. 2025.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Histórico**: meta de inflação versus inflação efetiva. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, [2025]. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/historicometas>. Acesso em: 5 ago. 2025.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema Gerenciador de Séries Temporais — SGS**. Brasília, DF: Banco Central do Brasil, [2025]. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/>. Acesso em: 6 ago. 2025.
- BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomia**. 7. ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2017.
- BLANCHARD, Olivier. Why flying blind on inflation is dangerous. **Peterson Institute for International Economics Policy Brief**, Washington, DC, n. 22-14, p. 1-12, set. 2022.
- BOIANOVSKY, Mauro. Wicksell on deflation in the early 1920s. **History of Political Economy**, Durham, v. 30, n. 2, p. 219-275, 1998.
- BRYAN, Michael F.; CECCHETTI, Stephen G.; O’SULLIVAN, Roisin. Asset prices in the measurement of inflation. **NBER Working Paper Series**, Cambridge, MA, n. 8700, p. 1-42, jan. 2002.
- BUENO, Rodrigo de Losso da Silveira. **Econometria de séries temporais**. 2. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2011.
- CARLIN, Wendy; SOSKICE, David. **Macroeconomics**: institutions, instability, and the financial system. Oxford: Oxford University Press, 2015.
- CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Moeda, produção e acumulação: uma perspectiva pós-keynesiana. In: SILVA, Maria Luiza Falcão (org.). **Moeda e produção**: teorias comparadas. Brasília, DF: Editora Universidade de Brasília, 1992. p. 163-191.

CAVALCANTI, Tiago Vargas; CORSETTI, Giancarlo; FANELLI, Luca. Regras fiscais, credibilidade e prêmio de risco no Brasil. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 73, n. 2, p. 143-167, abr./jun. 2019.

COCHRANE, John H. Inflation dynamics with a generalized Lucas Phillips curve. **NBER Working Paper Series**, Cambridge, MA, n. 33888, p. 1-45, jun. 2025.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA. **Indicadores industriais**. Brasília, DF: CNI, [2025]. Disponível em: <https://www.portaldaindustria.com.br/estatisticas/indicadores-industriais/>. Acesso em: 13 ago. 2025.

COSTA JUNIOR, Celso J.; GARCIA-CINTADO, Alejandro C.; MARQUES JUNIOR, Karlo. A taxa de juros natural em modelos DSGE: o caso do Brasil. **Economia Aplicada**, Ribeirão Preto, v. 27, n. 4, p. 433-453, dez. 2023.

FRIEDMAN, Milton. **A program for monetary stability**. New York: Fordham University Press, 1960.

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

GOBETTI, Sérgio Wulff; ORAIR, Rodrigo Octávio. Resultado primário e contabilidade criativa: reconstruindo as estatísticas fiscais “acima da linha” do governo geral. **Texto para Discussão IPEA**, Brasília, DF, n. 2288, p. 1-62, abr. 2017.

GOODHART, Charles. Time, inflation and asset prices. In: **Conference on the Measurement of Inflation**. Cardiff: Cardiff Business School, 1999. p. 1-25.

HANSEN, Lars Peter. Large sample properties of generalized method of moments estimators. **Econometrica**, [S. l.], v. 50, n. 4, p. 1029-1054, jul. 1982.

HICKS, John R. Mr. Keynes and the “Classics”: a suggested interpretation. **Econometrica**, [S. l.], v. 5, n. 2, p. 147-159, abr. 1937.

HODRICK, Robert J.; PRESCOTT, Edward C. Postwar U.S. business cycles: an empirical investigation. **Journal of Money, Credit and Banking**, [S. l.], v. 29, n. 1, p. 1-16, fev. 1997.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo — IPCA**. Rio de Janeiro: IBGE, [2025]. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html>. Acesso em: 13 jul. 2025.

JUNG, Alexander; ROMELLI, Davide; FARVAQUE, Étienne. Do central bank reforms lead to more monetary discipline? **SUERF Policy Brief**, [S. l.], n. 1193, p. 1-6, jan. 2025.

KEYNES, John Maynard. **The general theory of employment, interest and money**. London: Macmillan, 1936.

LOCKE, John. **Some considerations of the consequences of the lowering of interest, and raising the value of money**. London: Awnsham and John Churchill, 1692.

LUCAS, Robert E. Expectations and the neutrality of money. **Journal of Economic Theory**, [S. l.], v. 4, n. 2, p. 103-124, abr. 1972.

LUCAS, Robert E. Econometric policy evaluation: a critique. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, Amsterdam, v. 1, n. 1, p. 19-46, jan. 1976.

MISHKIN, Frederic S. Will monetary policy become more of a science? **NBER Working Paper Series**, Cambridge, MA, n. 13566, p. 1-46, out. 2007.

MISHKIN, Frederic S.; KILEY, Michael T. The evolution of inflation targeting from the 1990s to the 2020s: developments and new challenges. **Finance and Economics Discussion Series**, [S. l.], n. 2025-025, p. 1-45, mar. 2025.

MUTH, John F. Rational expectations and the theory of price movements. **Econometrica**, [S. l.], v. 29, n. 3, p. 315-335, jul. 1961.

PHILLIPS, Alban W. The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861-1957. **Economica**, London, v. 25, n. 100, p. 283-299, nov. 1958.

REIS, Ricardo. The four R-stars: from interest rates to inflation and back. **Center for Economic Policy Research Discussion Papers**, London, n. 19139, p. 1-52, mar. 2025..

RIBEIRO, Carlos R.; TELES, Vladimir K. Taxa natural de juros e política monetária no Brasil: uma estimativa com parâmetros variantes no tempo. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 67, n. 4, p. 433-455, dez. 2013.

SALOMÃO NETO, Benito Adelmo; SILVA, Cleomar Gomes da. (Des)coordenação das políticas monetária e fiscal sob o regime de metas para a inflação no Brasil. **Nova Economia**, Belo Horizonte, v. 34, n. 3, p. 1-28, set./dez. 2024.

SANTOLIN, Roberto. **O modelo do novo consenso macroeconômico**. Três Rios: DCEEX/UFRRJ, 2023. Material didático.

SENNER, Richard. Central banks' contribution to financial stability: from central bank money issuance to macroprudential supervision. **Zurich Center for Economic Research Working Paper Series**, Zurich, n. 472, p. 1-38, out. 2025.

SILVA, Cleomar Gomes da; FISHLOW, Albert. The new macroeconomic matrix and the great Brazilian recession. **Challenge**, [S. l.], v. 64, n. 2, p. 138-155, mar./abr. 2021.

SNOWDON, Brian; VANE, Howard R. **Modern macroeconomics**: its origins, development and current state. Cheltenham: Edward Elgar, 2005.

SVENSSON, Lars E. O. Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets. **European Economic Review**, [S. l.], v. 41, n. 6, p. 1111-1146, jun. 1997.

TAYLOR, John B. Discretion versus policy rules in practice. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, Amsterdam, v. 39, n. 1, p. 195-214, dez. 1993.

WICKSELL, Knut. **Geldzins und Güterpreise**: eine Studie über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen. Jena: Gustav Fischer, 1898.

WOODFORD, Michael. **Interest and prices**: foundations of a theory of monetary policy. Princeton: Princeton University Press, 2003.

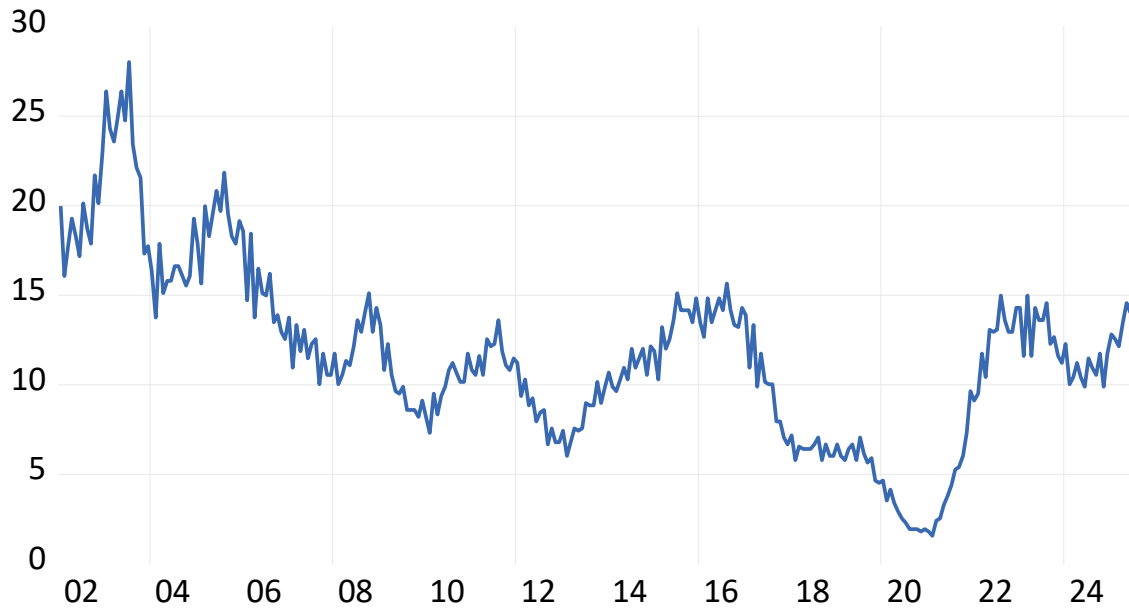
APÊNDICE A – A EVOLUÇÃO TEMPORAL DA TAXA SELIC (2002 – 2025)

Figura A1 - Evolução da taxa Selic no período analisado
Fonte: Banco Central do Brasil (2025) / Elaboração própria.