



UNIVERSIDADE DE CAXIAS DO SUL
ÁREA DO CONHECIMENTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS
CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS

JOSÉ GABRIEL GONÇALVES

**A POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL E O REFLEXO NAS VARIÁVEIS
MACROECONÔMICAS: Um Estudo no Período Janeiro de 2014 a Junho de 2025**

CAXIAS DO SUL
2025

JOSÉ GABRIEL GONÇALVES

**A POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL E O REFLEXO NAS VARIÁVEIS
MACROECONÔMICAS: Um Estudo no Período Janeiro de 2014 a Junho de 2025**

Trabalho de conclusão de curso, apresentado como requisito à obtenção de grau de Bacharel em Ciências Econômicas da UNIVERSIDADE DE CAXIAS DO SUL (UCS).

Orientador: Prof. Dr. Mosár Leandro Ness

CAXIAS DO SUL

2025

JOSÉ GABRIEL GONÇALVES

**A POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL E O REFLEXO NAS VARIÁVEIS
MACROECONÔMICAS: Um Estudo no Período Janeiro de 2014 a Junho de 2025**

Trabalho de conclusão de curso, apresentado como requisito à obtenção de grau de Bacharel em Ciências Econômicas da UNIVERSIDADE DE CAXIAS DO SUL (UCS).

Orientador: Prof. Dr. Mosár Leandro Ness

Aprovado em 02/12/2025

BANCA EXAMINADORA

Prof. Dr. Mosár Leandro Ness
Universidade de Caxias do Sul - UCS

Prof. Dra. Maria Carolina Rosa Gullo
Universidade de Caxias do Sul - UCS

Prof. Dr. Luís A. S. Bertussi
Universidade de Passo Fundo - UPF

À minha esposa, Carla, pela paciência, compreensão e incentivo permanentes ao longo desta jornada, e nos instantes em que o desânimo se fez presente, foi o seu amor, força e dedicação que me fortaleceram e me motivaram a seguir até o final.

"Ninguém se deve esquecer desta verdade fundamental: o Estado não tem outra fonte de dinheiro senão o dinheiro que as pessoas ganham. Se o Estado deseja gastar mais, só pode fazê-lo tomando emprestado suas poupanças ou cobrando mais impostos. Não adianta pensar que outra pessoa irá pagar – esse 'alguém' é você. Não existe essa coisa de dinheiro público; existe apenas o dinheiro dos pagadores de impostos."

(Thatcher, 1983)

RESUMO

O estudo analisa os efeitos da política monetária brasileira sobre variáveis macroeconômicas no período de janeiro de 2014 a junho de 2025, com foco na transmissão dos choques da taxa básica de juros (Selic). O objetivo é avaliar se a condução da política monetária foi adequada às particularidades econômicas do país e se suas respostas produziram efeitos harmônicos entre as principais variáveis. A pesquisa adota abordagem teórico-descritiva e quantitativa, fundamentada em revisão bibliográfica e aplicação do modelo econométrico de Vetores Autorregressivos (VAR), utilizando o software Gretl para estimar Funções Impulso-Resposta. As variáveis analisadas incluem taxa Selic, inflação, produto interno bruto, câmbio, oferta de crédito, taxa de juros dos Estados Unidos, desemprego, transações correntes e risco-país. Os resultados indicam que choques positivos na taxa Selic impactam a atividade econômica com defasagens temporais, produzindo inicialmente efeitos moderados sobre o crédito e a inflação, e posterior desaceleração da economia. Conclui-se que a política monetária brasileira manteve coerência com os objetivos de estabilidade de preços, ainda que apresente limitações diante de choques externos e estruturais da economia.

Palavras-Chave: política monetária; taxa selic; variáveis macroeconômicas; modelo VAR; economia brasileira.

ABSTRACT

This study analyzes the effects of Brazilian monetary policy on macroeconomic variables from January 2014 to June 2025, focusing on the transmission of shocks from the basic interest rate (Selic). The objective is to assess whether the conduct of monetary policy was consistent with the country's economic particularities and whether its responses produced harmonic effects among key variables. The research adopts a theoretical-descriptive and quantitative approach, supported by a bibliographical review and the application of a Vector Autoregressive (VAR) econometric model, using Gretl software to estimate Impulse Response Functions. The analyzed variables include the Selic rate, inflation, gross domestic product, exchange rate, credit supply, U.S. interest rate, unemployment, current account, and country risk. The results indicate that positive shocks in the Selic rate affect economic activity with time lags, producing initial moderate effects on credit and inflation, followed by an economic slowdown. It is concluded that Brazilian monetary policy remained consistent with price stability objectives, although it presents limitations when facing external and structural economic shocks.

Key-Words: monetary policy; selic rate; macroeconomic variables; VAR model; Brazilian economy.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Um aumento na oferta de moeda	25
Figura 2 – O efeito deslocamento	29
Figura 3 - Taxa de câmbio R\$/US\$	32
Figura 4 - Os efeitos de uma fuga de capitais	35
Figura 5 - Como a inflação esperada desloca a curva de Phillips no curto prazo.....	39
Figura 6 - Comportamento da Inflação Mensal - IGP-DI - 1985/1996 (%).....	41
Figura 7 - Política monetária desinflacionária no curto e longo prazo	43
Figura 8 - Comportamento da Inflação Anual - IPCA - 2014/2023 (%).....	45
Figura 9 – Curvas das séries temporais após o tratamento de dados	53
Figura 10: Raízes da inversa do VAR em relação ao círculo unitário	61
Figura 11 - Resposta de câmbio a um choque em Selic	65
Figura 12 - Resposta de PIB a um choque em Selic	66
Figura 13 - Resposta de desemprego a um choque em Selic.....	67
Figura 14 - Resposta de título norte-americano a um choque em Selic	68
Figura 15 - Resposta de credit default swap a um choque em Selic.....	69
Figura 16 - Resposta de Selic a um choque em Selic.....	71
Figura 17 - Resposta de IPCA a um choque em Selic.....	72
Figura 18 - Resposta de crédito a um choque em Selic	73
Figura 19 - Resposta de balanço de transações correntes a um choque em Selic.....	74

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Resumo da pesquisa.....	21
Quadro 2 - Alíquotas de Importações de Setores Seleccionados - 1990-1994 em (%).....	37
Quadro 3 - Definição das séries temporais e fonte de dados.....	52
Quadro 4 - Testes de raiz unitária	54
Quadro 5 - Teste de cointegração.....	55
Quadro 6 - Seleção de defasagens para o modelo.....	56
Quadro 7 - Decomposição da variância para a Selic.....	62

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Teste para maior defasagem VAR	56
Tabela 2 - Equação 1: TNOTE10.....	57
Tabela 3 - Equação 2: CRED	57
Tabela 4 - Equação 3: SELIC	58
Tabela 5 - Equação 4: IPCA.....	58
Tabela 6 - Equação 5: CAMBIO.....	59
Tabela 7 - Equação 6: PIB	59
Tabela 8 - Equação 7: DESEMPRE	60
Tabela 9 - Equação 8: BTC	60
Tabela 10 - Equação 9: CDS	60

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	13
1.1 O PROBLEMA DE PESQUISA	14
1.2 DEFINIÇÃO DAS HIPÓTESES	15
1.2.1 Hipótese principal.....	15
1.2.2 Hipóteses secundárias	16
1.3 JUSTIFICATIVA DA ESCOLHA DO TEMA.....	16
1.4 DEFINIÇÃO DOS OBJETIVOS	18
1.4.1 Objetivo principal.....	19
1.4.2 Objetivos secundários	19
1.5 METODOLOGIA E PROCEDIMENTO DE PESQUISA	19
2 POLÍTICAS MACROECONÔMICAS E INFLAÇÃO.....	23
2.1 A POLÍTICA MONETÁRIA E SUA ACUIDADE.....	23
2.2 A POLÍTICA FISCAL E EXPECTATIVA DE INFLAÇÃO	27
2.3 A POLÍTICA CAMBIAL: TIPOS DE REGIMES.....	29
2.4 A POLÍTICA COMERCIAL E A GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA.....	33
3 A CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL.....	36
3.1 O BRASIL E A INDUSTRIALIZAÇÃO PÓS-GUERRA.....	36
3.2 HISTÓRIA DA POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL.....	38
3.3 OS SUCESSOS E FRACASSOS DOS PLANOS ECONÔMICOS	40
3.4 O REGIME DE METAS E O TRIPÉ MACROECONÔMICO	42
3.5 AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL E EFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA ..	44
3.6 VARÍAVEIS MACROECONÔMICAS E A POLÍTICA MONETÁRIA	46
3.6.1 Taxa Selic (SELIC).....	46
3.6.2 Oferta de crédito (CRED).....	46
3.6.3 Taxa de juros dos EUA - Treasury 10 anos (TNOTE10).....	47
3.6.4 Inflação (IPCA).....	47
3.6.5 Produto Interno Bruto (PIB).....	47
3.6.6 Câmbio (CAMBIO).....	47
3.6.7 Desemprego (DESEMPRE).....	48
3.6.8 Balanço de transações correntes (BTC).....	48
3.6.9 Risco país (CDS).....	49

4. A POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL E O REFLEXO NAS VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS.....	50
4.1 A METODOLOGIA VAR	50
4.1.3 Ordem de cointegração	54
4.2.3 Seleção de defasagens	55
4.2.4 Estimação do modelo VAR	56
4.2.5 Equações do sistema VAR	57
4.2.4 Determinação da inversa das raízes.....	61
4.3 DECOMPOSIÇÃO DA VARIÂNCIA E IMPULSO RESPOSTA AOS CHOQUES DA TAXA DE JUROS	62
4.3.1 Decomposição da variância	62
4.3.1.1 Análise da decomposição da variância para a selic	62
4.3.2 Impulso resposta	63
4.3.2.1 Resposta do câmbio a um choque na Selic.....	64
4.3.2.2 Resposta de PIB a um choque na Selic.....	65
4.3.2.3 Resposta de desemprego a um choque na Selic	66
4.3.2.4 Resposta de rendimento do título público norte-americano de 10 anos a um choque na Selic	67
4.3.2.5 Resposta de credit default swap a um choque na Selic	68
4.3.2.6 Resposta de Selic a um choque na Selic.....	70
4.3.2.7 Resposta de IPCA a um choque na Selic.....	71
4.3.2.8 Resposta de crédito a um choque na Selic.....	72
4.3.2.9 Resposta de balanço de transações correntes a um choque na Selic	73
4.3.3 Resultado da pesquisa	75
4.3.3.1 Ações e reações da política monetária sobre as variáveis	75
4.3.3.2 A política monetária e sua influência sobre as expectativas de inflação.....	76
4.3.3.3 A autonomia do Banco Central	76
4.3.3.4 A eficácia da política monetária	77
5. CONCLUSÃO.....	78
REFERÊNCIAS	81

1 INTRODUÇÃO

TEMA: A POLÍTICA MONETÁRIA E O REFLEXO NAS VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS NO BRASIL

Ao longo das últimas décadas do século XX, o Brasil enfrentou constantes desafios macroeconômicos, dos quais o destaque foi a inflação descontrolada que ultrapassou 80% ao mês nos primeiros meses de 1990 e atingiu o nível acumulado de aproximadamente 2.500% ao final de 1993. (Ipeadata, 2024).

Nesse contexto, as políticas macroeconômicas assumiram papel central, especialmente a política monetária, que buscou, por meio de seus instrumentos, estabilizar a moeda e preservar suas funções na economia. Planos econômicos foram aplicados entre os anos de 1985 a 1996. Nas fases iniciais da aplicação dos planos a taxa de inflação reduzia-se rapidamente, mas seu efeito não era duradouro e voltava a crescer.

No início da segunda gestão do presidente da república Fernando Henrique Cardoso (1999-2002), a partir de 1999, o sistema de metas inflacionárias substituiu a âncora cambial e incorporou o chamado tripé macroeconômico, que combinava o regime de metas, câmbio flutuante e austeridade fiscal. (Giambiagi et al., 2024).

Entretanto, a partir de 2014, uma série de eventos colocaram à prova a política monetária utilizada no Brasil. Nos governos dos presidentes da república Dilma Rousseff (2011-2016) e Michel Temer (2016-2018), o país enfrentou turbulências econômicas e políticas, que resultou em um cenário adverso e culminou no impedimento da presidente Dilma.

Durante o governo do presidente Jair Bolsonaro (2019-2022), a economia global enfrentou os impactos da pandemia do coronavírus a partir de 2020, o que levou os bancos centrais a adotarem medidas emergenciais por meio de políticas expansionistas. Essas ações refletiram em aumentos inflacionários a partir de 2021, e marcou um período de instabilidade econômica e desafios para a política monetária global. O receio de um retorno às altas taxas de inflação, vivenciadas nas décadas de 1980 e 1990, passou a integrar as preocupações dos agentes econômicos brasileiros.

Na esfera externa, em 2025, o governo norte-americano impôs uma elevação de tarifas de importação para todos os países que gerou impactos negativos no comércio internacional. A repercussão para o Brasil apresentou um cenário misto. Se por um lado o setor exportador de aço e alumínio para o mercado estadunidense sofreu negativamente com as barreiras tarifárias impostas ao seu maior mercado exportador, para o setor do agronegócio abriram-se as portas

ao mercado europeu e ampliaram-se as exportações para o mercado asiático, ambos os continentes impactados por maiores tarifas que o Brasil na época. (Folha de São Paulo, 2025).

Desta forma, o governo do presidente Luis Inácio Lula da Silva (2023-2026) está inserido em um contexto econômico adverso, tanto a nível interno quanto externo, e as políticas públicas, especialmente no âmbito fiscal, adotadas pelo governo tem dificultado a eficácia da política monetária e perturbado as expectativas de inflação para os anos subseqüentes.

1.1 O PROBLEMA DE PESQUISA

O sistema de metas de inflação no Brasil foi implementado em 1999 com o propósito de assegurar a estabilidade monetária de forma perene. Essa iniciativa se insere em um conjunto de medidas mais amplo, conhecido como tripé macroeconômico, que inclui o câmbio flutuante e a responsabilidade fiscal. Iniciadas no governo de Fernando Henrique Cardoso (1995-1998/1999-2002), visam criar um ambiente econômico mais seguro e previsível. (Gremaud et al., 2024).

O objetivo principal deste conjunto de medidas é blindar a moeda nacional de influências políticas que possam comprometer sua estabilidade. Essas medidas, ao institucionalizar o combate à inflação, buscam garantir que a política monetária seja guiada por critérios técnicos, balizada em teorias e dados da conjuntura econômica e não por intervenção direta dos governos na taxa de juros. A autonomia operacional do Banco Central, consolidada mais tarde no governo do presidente Jair Bolsonaro (2019-2022), permitiu liberdade à autoridade monetária para perseguir a estabilidade de preços.

Políticas monetárias inadequadas geram distorções na economia e podem não ser eficazes para o combate da inflação com consequências negativas. A inflação além de comprometer variáveis econômicas importantes como produto, emprego, crédito, câmbio, taxa de juros e risco país, acentua a distância entre as classes sociais no tocante a distribuição de renda e acesso aos diversos bens e serviços. (Gremaud et al., 2024).

Assim, o sistema de metas de inflação surgiu no Brasil como uma alternativa aos regimes de câmbio fixo e de meta de agregado monetário, que se mostraram menos eficazes em controlar a inflação.

Entretanto, observaram-se picos inflacionários no Brasil entre 2014 a 2025, similares aos de épocas anteriores, com episódios críticos que desafiaram a estabilidade econômica.

A economia que já apresentava fraqueza desde 2014, foi afetada pela crise política com o impedimento da presidente Dilma em 2016 que paralisou o Congresso Nacional. Em 2015

ocorreu uma primeira elevação da inflação. A crise sanitária do coronavírus colocou a economia de quarentena em 2020, afetou as principais bolsas mundiais, interferiu nas cadeias de suprimentos globais, elevou fretes e forçou os governos a injetarem liquidez nos mercados. A inflação ultrapassou os dois dígitos em 2021 no Brasil, o que não ocorria desde 2002. (Ipeadata, 2024).

Todos estes acontecimentos desafiaram o modelo da política monetária utilizada no país. Os temores de um retorno a elevadas taxas de inflação com o conseqüente aumento das taxas de juros estão presentes na sociedade brasileira. Conforme matéria divulgada no sítio Infomoney (2023), constantemente a política monetária é criticada por empresários, dirigentes políticos e também por economistas alinhados com uma maior flexibilização das taxas de juros e patamares mais elevados de inflação sob a narrativa de prejuízos ao crescimento econômico.

Com o fim da fase crítica da pandemia e o gradual retorno das atividades econômicas ao redor do mundo, a inflação elevada permaneceu como um desafio global. Para um cenário já conturbado, soma-se o abalo e a incerteza econômica gerada por conflitos geopolíticos e pela elevação das tarifas de importação impostas pelo governo norte-americano. Governos enfrentam crescentes déficits fiscais, empresas lidam com o impacto de despesas financeiras que comprometem seus fluxos de caixa e ampliam a busca por novos mercados internacionais, enquanto as populações são forçadas a adaptar ou reduzir seus padrões de consumo diante da perda do poder de compra.

Então, no contexto da realidade brasileira, o conjunto de instrumentos disponíveis e o formato da política monetária suscita algumas questões importantes:

- a) Quais as ações e reações da transmissão da política monetária nas variáveis macroeconômicas, tais como: taxa SELIC, oferta de crédito, taxa de juros dos EUA, inflação, produto, câmbio, desemprego, transações correntes e risco país?
- b) Como a atual política monetária no Brasil influencia as expectativas de inflação pelos agentes econômicos?
- c) A autonomia do Banco Central contribui para a transmissão da política monetária?
- d) A política monetária tem se revelado eficaz no combate à inflação?

1.2 DEFINIÇÃO DAS HIPÓTESES

1.2.1 Hipótese principal

A política monetária sob o sistema de metas de inflação associado ao câmbio flutuante, a responsabilidade fiscal e também sob a autonomia da autoridade monetária possui a capacidade de influenciar positivamente o comportamento das principais variáveis macroeconômicas e demonstra eficácia no controle da inflação.

1.2.2 Hipóteses secundárias

H1 – O conjunto das respostas das variáveis macroeconômicas em relação as ações da atual política monetária têm se revelado harmônicas e adequadas à realidade e particularidades do Brasil.

H2 – A atual política monetária é capaz de fornecer expectativas previsíveis e racionais para os agentes econômicos.

H3 – Apesar dos possíveis descasamentos entre a vontade política dos sucessivos governos e as ações da autoridade monetária é evidente a necessidade da autonomia das decisões do Banco Central no controle da inflação.

H4 – As respostas das variáveis macroeconômicas aos choques da principal ferramenta da autoridade monetária no combate a estabilização de preços, a taxa Selic, apresentam estabilidade e se desenvolvem dentro de parâmetros adequados e perspectivas esperadas.

1.3 JUSTIFICATIVA DA ESCOLHA DO TEMA

A partir de 2014, uma sequência de eventos colocou à prova a política monetária utilizada no Brasil. Políticas equivocadas do governo Dilma Rousseff (2011-2016) culminaram no processo de seu impedimento que agravaram a situação econômica do país. A administração subsequente de Michel Temer (2016-2018), buscou retomar ações para equilibrar a política fiscal do governo com a criação do teto de gastos e pautar discussões sobre reformas trabalhista, previdenciária e tributária. Tais medidas proporcionaram uma guinada nos indicadores econômicos e deu-lhes uma perspectiva positiva.

O governo do presidente Jair Bolsonaro (2019-2022) deu continuidade as medidas iniciadas pela administração Temer, promoveu uma reforma na estrutura administrativa e, aparentemente, colocaria o país em uma rota de estabilidade econômica. Contudo, no início de 2020, o advento da pandemia do coronavírus abalou a economia mundial impôs aos bancos centrais injetar liquidez em quantidades elevadas e por período prolongado.

Uma das principais medidas no combate ao vírus foi a proibição da mobilidade e aglomerações das populações que resultou em consequências econômicas, especialmente com o fechamento de empresas no setor de serviços e desemprego generalizado.

Passada a pandemia entre 2021 e 2022, houve crises de abastecimento nas cadeias de suprimentos globais, associadas a conflitos geopolíticos em áreas produtoras de commodities importantes como trigo e petróleo além do declínio de economias relevantes para o comércio internacional como a China. (Gremaud et al., 2024).

Tais eventos causaram a elevação dos níveis de inflação em praticamente todos os países e forçou os seus bancos centrais a elevarem as taxas de juros e as manterem altas por períodos prolongados. No final de 2024 os agentes econômicos e os bancos centrais discutiam sobre a flexibilização das taxas de juros em seus países e blocos econômicos.

A resiliência dos níveis de inflação elevados diante da interdependência dos países com a globalização, a velocidade no fluxo de dados e informações proporcionadas pela tecnologia digital e a facilidade na movimentação de capitais tem colocado dúvidas nas metodologias e ferramentas utilizadas pelos bancos centrais para o retorno da inflação às suas taxas neutras.

A edição do encontro anual de bancos centrais de Jackson Hole em 2024, trouxe como tema "Reavaliando a eficácia e a transmissão da política monetária", conforme veiculado pelo sítio BB InvestTalk (2024). Segundo o Fed de Kansas City, o tema "explorará as lições aprendidas com a resposta da política monetária à pandemia e ao subsequente aumento da inflação".

Em abril de 2025, o presidente dos Estados Unidos, Donald Trump, implementou uma gama de tarifas sobre importações a nível mundial, e afetou a economia global. Essas tarifas, algumas superiores a 25%, atingiram os principais mercados de exportação brasileira como a China, atingida em 34% além das tarifas já estabelecidas pelas administrações anteriores. O governo norte-americano justificou suas ações como uma estratégia para revitalizar a indústria doméstica e aumentar o emprego em seu território. No entanto, efeitos adversos diretos e indiretos ocorreram, o que inclui a desaceleração do comércio internacional e o aumento das tensões comerciais entre países.

A escalada protecionista gerou desaceleração do comércio internacional e um impacto negativo no crescimento econômico global. A guerra comercial iniciada pelos norte-americanos desencadeou uma redução do PIB a nível mundial, afetou cadeias produtivas e aumentou a volatilidade nos mercados financeiros. No Brasil, as repercussões dessas medidas protecionistas apresentaram-se de forma mista. Setores exportadores como de metais ferrosos, enfrentaram desafios devido à redução da demanda externa. O Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

(Ipea) havia estimado que as novas tarifas poderiam resultar em uma queda de US\$ 1,5 bilhão nas exportações brasileiras, com impacto direto no Produto Interno Bruto (PIB) nacional. (Infomoney, 2025).

Por outro lado, setores como o agronegócio poderiam se beneficiar ao ocupar espaços deixados por produtos norte-americanos em mercados como o chinês, devido às represálias comerciais. Porém, nestas situações existem preocupações significativas em relação à inflação doméstica. O aumento da demanda externa por produtos nacionais pode pressionar os preços internos, especialmente em commodities agrícolas, com elevação do custo de vida. (Folha de São Paulo, 2025).

As projeções econômicas para o Brasil em 2025 e 2026 foram ajustadas em função desse cenário internacional adverso. A Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) revisou suas estimativas de inflação para o país, elevando-as de 4,2% para 5,4% em 2025 e de 3,6% para 5,3% em 2026. Esse aumento reflete a expectativa de que as tarifas norte-americanas pressionem os preços internos, especialmente devido ao encarecimento de produtos importados e à desvalorização cambial. (Estadão, 2025).

Internamente, o mercado financeiro ajustou suas expectativas para cima. O Boletim Focus, divulgado pelo Banco Central, indicou uma projeção de inflação de 5,66% para 2025, acima da meta estabelecida pelo governo, e reflete as pressões inflacionárias decorrentes do cenário externo adverso. (agênciaBrasil, 2025).

Quanto ao balanço de pagamentos, espera-se que as exportações brasileiras sejam impulsionadas pela maior demanda de parceiros comerciais que buscam alternativas às suas retaliações aos produtos norte-americanos. No entanto, a volatilidade cambial e possíveis barreiras comerciais adicionais podem afetar negativamente a conta corrente, o que exigirá monitoramento constante por parte das autoridades econômicas.

Diante desse contexto, espera-se que o Banco Central do Brasil mantenha uma postura cautelosa na condução da política monetária para conter as pressões inflacionárias e estabilizar a economia. O Brasil enfrenta o desafio de equilibrar oportunidades e riscos no cenário internacional, com a adoção de políticas que reduzam os impactos inflacionários e promovam a estabilidade econômica nos próximos anos.

Assim, a presente monografia se justifica por realizar uma análise dos reflexos da política monetária nas variáveis macroeconômicas da economia brasileira de 2014 a 2025.

1.4 DEFINIÇÃO DOS OBJETIVOS

1.4.1 Objetivo principal

Analisar o impacto da política monetária nas variáveis macroeconômicas endógenas: taxa SELIC, oferta de crédito, inflação, PIB, câmbio, desemprego, transações correntes e risco país, bem como, as reações frente a variáveis exógenas representadas pela taxa de juros nos EUA, no período de 2014 à 2025.

1.4.2 Objetivos secundários

O1 - Determinar se a atuação da política monetária no conjunto das variáveis macroeconômicas é adequada e harmônica às particularidades do conjunto político e econômico do Brasil.

O2 – Verificar a previsibilidade e racionalidade para as expectativas dos agentes econômicos frente a atual política monetária.

O3 – Evidenciar a viabilidade da autonomia do Banco Central na administração da política monetária para o controle da inflação.

O4 - Demonstrar graficamente que o período e a forma das reações das variáveis macroeconômicas em resposta aos choques da política monetária, especialmente na variação da taxa de juros SELIC, se desenvolvem dentro de parâmetros adequados e esperados.

1.5 METODOLOGIA E PROCEDIMENTO DE PESQUISA

A política monetária é uma das principais ferramentas utilizadas pelos governos para manter a estabilidade econômica de um país. No Brasil, a condução da política monetária tem desempenhado um papel central na estabilização de preços e no controle da inflação, especialmente após a implementação do Plano Real em 1994. Esta pesquisa analisará a eficácia da política monetária no Brasil, a partir de 2014.

A estrutura desta pesquisa está dividida em quatro capítulos principais:

a) Capítulo 1 - introduz o tema, apresenta o objetivo da pesquisa e a importância de estudar os reflexos da política monetária em variáveis macroeconômicas no contexto brasileiro;

b) Capítulo 2 - aborda o conceito de moeda e as principais teorias sobre política monetária. Além disso, inclui informações sobre crescimento econômico, para oferecer base teórica para a compreensão das interações entre política monetária e as variáveis econômicas;

c) Capítulo 3 - apresenta uma análise da política monetária no Brasil, estruturada a partir da base teórica desenvolvida no capítulo 2. Conectará a teoria à prática da política monetária no Brasil, com a discussão de especificidades, estratégias e impactos no cenário macroeconômico;

d) Capítulo 4 - dedicado à aplicação de técnicas econométricas, como o modelo VAR, utilizará o software Gretl, para analisar os efeitos da política monetária sobre variáveis macroeconômicas.

Com base em Gerhardt e Silveira (2009), a metodologia para esta pesquisa possui uma abordagem quantitativa, de natureza aplicada, isto é, a busca de aplicação prática, com objetivo explicativo a fim de mensurar os efeitos da política monetária sobre variáveis macroeconômicas para verificar sua eficácia no período entre 2014 até 2025. Os primeiros capítulos são a base teórica da pesquisa e se utiliza, essencialmente, de referencial bibliográfico, através de literatura reconhecida e, por vezes, se utiliza de fontes diversificadas como sites oficiais ou especializados; o quarto capítulo tem seu foco na política monetária sobre variáveis macroeconômicas, a fim de analisar a eficácia da política monetária sobre a inflação.

Assim, segue a ordem de procedimentos:

a) Revisão da literatura para o tema da pesquisa;

Pesquisa em livros e informações em sites oficiais e/ou especializados.

b) Obtenção dos dados macroeconômicos, conforme o Quadro 3;

Coletar os dados de fontes oficiais, Ipeadata, Bacen, IBGE;

c) Tratamento dos dados;

Retirada do efeito inflacionário, quebras estruturais e transformações em número índice.

d) Utilização de modelo de Vetores Autorregressivos (VAR);

Aplicação da ferramenta de software Gretl;

e) Geração das curvas de Impulso-Resposta a choques na taxa SELIC;

Elaboração das curvas aplicadas às variáveis macroeconômicas.

f) Análise e interpretação das curvas de Impulso-Resposta.

Análise conclusiva dos efeitos da política monetária sobre as variáveis macroeconômicas no período estudado.

Os dados são coletados de órgãos oficiais como o Banco Central, IBGE, Ipeadata e outras fontes relevantes, e cobre variáveis macroeconômicas tais como: taxa Selic (taxa de juros), oferta de crédito, taxa de juros dos EUA, inflação (IPCA), produto (PIB), câmbio, desemprego, transações correntes e risco país (CDS).

É utilizado o modelo de Vetores Autorregressivos (VAR), implementado no software Gretl, com foco na análise dinâmica entre as variáveis. A taxa SELIC é tratada como variável de impulso para investigar os impactos da política monetária.

A análise começa com testes de estacionariedade dos dados (por exemplo, Dickey-Fuller) e testes de causalidade. Após a validação, o modelo VAR é ajustado. São geradas Funções Impulso-Resposta (IRF) para analisar como choques na taxa SELIC impactam as outras variáveis ao longo do tempo, e permite observar o efeito sobre as citadas variáveis. A análise detalha o tempo e a magnitude da resposta de cada variável.

Essa estrutura cobre todas as etapas metodológicas, desde a coleta de dados até a aplicação de técnicas econométricas para interpretar os resultados. O uso do modelo VAR possibilita analisar as reações das variáveis macroeconômicas a choques na taxa básica de juros, considerada o principal instrumento da política monetária. Além disso, permite avaliar a eficácia dessas intervenções no contexto econômico nacional com uma visão detalhada sobre a dinâmica entre os fatores econômicos envolvidos. O quadro 1 mostra o resumo da pesquisa.

Quadro 1 - Resumo da pesquisa

(continua)

Pergunta	Hipótese	Objetivo	Método
Quais as ações e reações da transmissão da política monetária nas variáveis macroeconômicas, tais como: taxa SELIC, oferta de crédito, taxa de juros dos EUA, inflação, produto, câmbio, desemprego, transações correntes e risco país?	O conjunto das respostas das variáveis macroeconômicas em relação as ações da atual política monetária têm se revelado harmônicas e adequadas à realidade e particularidades do Brasil.	Determinar se a atuação da política monetária no conjunto das variáveis macroeconômicas é adequada e harmônica às particularidades do conjunto político e econômico do Brasil.	Caps. 1,2,3: Metodologia teórico-descritiva com base essencialmente bibliográfica; Cap. 4: Metodologia quantitativa, explicativa, com a utilização de modelo econométrico de Vetores Autorregressivos (VAR) com análise das Funções Impulso-Resposta (IRF).
Como a atual política monetária no Brasil influencia as expectativas de inflação pelos agentes econômicos?	A atual política monetária é capaz de fornecer expectativas previsíveis e racionais para os agentes econômicos.	Verificar a previsibilidade e racionalidade para as expectativas dos agentes econômicos frente a atual política monetária.	

(conclusão)

A autonomia do Banco Central contribui para a transmissão da política monetária?	Apesar dos possíveis descasamentos entre a vontade política dos sucessivos governos e as ações da autoridade monetária é evidente a necessidade da autonomia das decisões do Banco Central no controle da inflação.	Evidenciar a viabilidade da autonomia do Banco Central na administração da política monetária para o controle da inflação.	
A política monetária tem se revelado eficaz no combate à inflação?	As respostas das variáveis macroeconômicas aos choques da principal ferramenta da autoridade monetária no combate a estabilização de preços, a taxa SELIC, apresentam estabilidade e se desenvolvem dentro de parâmetros adequados e perspectivas esperadas.	Demonstrar graficamente que o período e a forma das reações das variáveis macroeconômicas em resposta aos choques da política monetária, especialmente na variação da taxa de juros SELIC, se desenvolvem dentro de parâmetros adequados e esperados.	

Fonte: Elaborado pelo autor, 2025

Conforme se observa no Quadro 1, a estrutura metodológica tem como base a fundamentação teórico-descritiva com a aplicação de técnicas quantitativas, priorizando o modelo de Vetores Autorregressivos (VAR). Objetiva investigar o mecanismo de transmissão da política monetária sobre variáveis macroeconômicas brasileiras no período estudado. A coleta de séries históricas de fontes oficiais e fidedignas confere o rigor técnico à avaliação empírica dos impactos da taxa Selic no contexto econômico nacional e, dessa forma, atende aos objetivos propostos por esta pesquisa. Na sequência, o Capítulo 2, apresenta a base teórica que estabelece os conceitos sobre políticas macroeconômicas e inflação, servindo de arcabouço para a análise empírica subsequente.

2 POLÍTICAS MACROECONÔMICAS E INFLAÇÃO

Política econômica pode ser definida como um conjunto de ações ou estratégias intervencionistas do governo ou autoridades econômicas com o intuito de manter elevado o nível de emprego, o crescimento econômico, a estabilidade de preços e o equilíbrio das contas externas. A interatividade entre as políticas monetária, fiscal, cambial, comercial e de rendas determina o nível de resposta aos ciclos econômicos, controle da inflação, estímulo do crescimento e equilíbrio externo.

Na seção 2.1 A POLÍTICA MONETÁRIA E SUA ACUIDADE, é apresentada a relação entre moeda, inflação e os instrumentos utilizados pelas autoridades monetárias para regular a liquidez e promover a estabilidade de preços. Na sequência, a seção 2.2 A POLÍTICA FISCAL E EXPECTATIVA DE INFLAÇÃO aborda a forma como a gestão dos gastos públicos e da arrecadação pode influenciar a inflação e moldar as expectativas dos agentes econômicos. A seção 2.3 A POLÍTICA CAMBIAL: TIPOS DE REGIMES trata das diferentes formas de regime cambial, com destaque sobre os impactos nos preços internos, a competitividade externa e o controle inflacionário. Por fim, a seção 2.4 A POLÍTICA COMERCIAL E A GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA discutem os efeitos da integração econômica global sobre a autonomia das políticas nacionais, com foco na evolução do sistema financeiro e suas implicações para a estabilidade e regulação econômica.

2.1 A POLÍTICA MONETÁRIA E SUA ACUIDADE

Ao tratar-se sobre a política monetária é necessário abordar os termos moeda e inflação por estarem intimamente relacionados à sua demanda e a variação do nível de preços.

Com base em Mankiw (2020), são três as funções da moeda: meio de troca, isto é, como intermediária nas transações; unidade de conta atuando como padrão comum de medida para os preços e, reserva de valor de forma a permitir a transferência do poder de compra do presente para o futuro.

Em linguagem cotidiana a palavra “moeda” está associada a riqueza e poder de compra, mas para economistas, sob a perspectiva econômica, a definição é caracterizada por um conjunto de ativos que as pessoas usam regularmente para realizar transações, ou seja, é qualquer coisa que é aceita como pagamento por bens e serviços.

Quando os preços da maioria das mercadorias aumentam tem-se inflação e seu valor é tanto maior quanto são os aumentos. Define-se inflação como o aumento generalizado e contínuo no nível geral de preços. Há que se diferenciar inflação de aceleração inflacionária.

Enquanto a inflação pode se comportar de maneira estabilizada em determinado nível, e representa o aumento contínuo do nível geral de preços, a aceleração inflacionária revela que as taxas de inflação crescem período após período, o que indica descontrole sobre a dinâmica dos preços.

A inflação pode ser classificada sob dois aspectos ou tipos: inflação de demanda e inflação de custos, também nominada de inflação de oferta. A inflação de demanda ocorre pelo excesso demanda em relação a disponibilidade da produção, enquanto a de custos ou oferta, apresenta-se com uma gama maior de possibilidades, tais como aumento nos preços de matérias-primas e insumos básicos, quebras de safras, desvalorização cambial que afeta os preços de produtos importados, elevação de taxas de juros e aumentos salariais sem contrapartida em produtividade. (Gremaud *et. al.*, 2024).

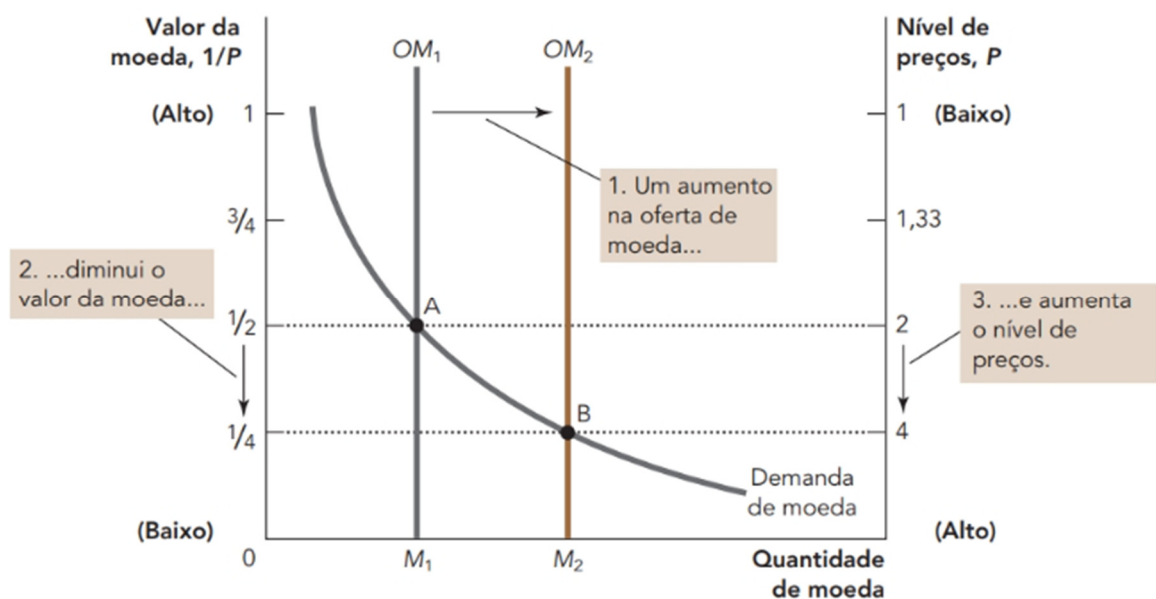
Recentemente, quebras das cadeias de suprimentos devido a dificuldades logísticas, geopolíticas e políticas protecionistas têm assegurado níveis de inflação em patamares acima das taxas neutras dos países.

De acordo com Fisher (1911 apud Brue; Grant, 2016), existe uma relação direta entre a quantidade de moeda em circulação e o nível de preços, e se constitui na teoria quantitativa da moeda. A partir da sua equação $MV + M'V' = PT$, onde M é a quantidade de moeda, V é a sua velocidade de circulação, M' é a quantidade de demanda por depósitos, V' é a sua velocidade de circulação, P é o nível de preços e T é a quantidade de bens e serviços transacionados ou vendidos, e supondo que M e M' tendem a manter uma relação fixa e, as velocidades V e V' bem como T mantidos constantes, no curto prazo, asseverou que um dos efeitos normais de um aumento na quantidade de moeda é um aumento exatamente proporcional no nível geral de preços P.

Segundo Mankiw (2020), a causa da inflação é simplesmente o aumento da oferta de moeda. No curto prazo, ao adotarem medidas expansionistas para acrescentar liquidez no mercado, os bancos centrais provocam a queda no valor da moeda com a consequente variabilidade do aumento dos preços, bem como a redistribuição arbitrária da riqueza. Contudo, se a decisão é pela redução da quantidade de moeda em circulação com o objetivo de reduzir a inflação, esta mudança na política monetária assume um caráter restritivo e provavelmente prejudicará o crescimento econômico com efeitos sobre a produção e o nível de emprego.

A Figura 1 mostra o que acontece com o valor da moeda (no eixo esquerdo) e o nível de preço (no eixo direito) quando ocorre um aumento da oferta de moeda de OM^1 para OM^2 . O equilíbrio move-se do ponto A para o ponto B. Assim quando um aumento na oferta de moeda amplia a base monetária, isto é, há maior abundância de moeda disponível, o nível de preços aumenta, desvalorizando o valor da moeda.

Figura 1 – Um aumento na oferta de moeda



Fonte: (Mankiw, 2020)

Crescimento econômico e a taxa de juros básica como ferramenta para controlar a inflação são inversamente relacionadas. A política monetária desempenha um papel central para manter o equilíbrio nesta situação de forças opostas e apresenta-se como o fiel da balança responsável pela precisão das medidas a serem adotadas.

Ainda, dentre os problemas da inflação apontados por Gremaud *et. al.* (2024) cita-se: o aumento das taxas de juros e a consequente redução dos níveis de investimento, o que compromete a produção e a geração de empregos futuros; a perda do poder aquisitivo da população, com a classe pobre impactada pela falta de acesso às proteções do mercado financeiro; a sobrevalorização do câmbio que além de encarecer produtos e serviços importados promove a fuga de capitais.

Assim, a inflação além de comprometer variáveis econômicas como produto, emprego, crédito, câmbio, taxa de juros e risco país, acentua a distância entre as classes sociais no tocante a distribuição de renda e acesso aos diversos bens e serviços.

Segundo Rossetti e Lopes (1998), a política monetária consiste em um conjunto de ações para o gerenciamento da quantidade de moeda e das taxas de juros, com o propósito de alcançar os objetivos gerais da política econômica de um governo. Essa definição inclui tanto ações diretas quanto intervenções induzidas, realizadas pelas autoridades monetárias, para controlar a liquidez na economia. Apesar das discussões teóricas sobre se a moeda é uma variável exógena ou endógena, a efetividade da política monetária depende da adoção de um conceito de moeda que possa colocá-la sob controle de um organismo central.

No âmbito das políticas econômicas, a política monetária é frequentemente destacada por sua relevância, especialmente na visão dos monetaristas, que a consideram essencial para a estabilidade e o desempenho da economia. Contudo, sua atuação não é isolada, é influenciada por outras políticas públicas, como a fiscal, voltada para arrecadação e gastos governamentais; a de rendas, que regula salários e preços; e a cambial, que administra o câmbio e o comércio exterior. Essa interação nem sempre é harmoniosa, há conflitos que podem comprometer a eficácia das políticas na busca por metas como crescimento econômico, controle inflacionário, geração de empregos, equilíbrio externo e redistribuição de renda.

Para atingir essas metas, Rossetti e Lopes (1998) identificaram instrumentos como a fixação da taxa de reservas, as operações no mercado aberto, o controle de crédito e a persuasão moral. Esses recursos são utilizados para lidar com desafios de curto prazo, como inflação e instabilidade, embora os efeitos de longo prazo ainda sejam tema de debates. Apesar da relevância da política monetária para a estabilidade econômica, deve ser conduzida de forma conciliadora com outras ações governamentais para que suas metas sejam atingidas de forma integrada.

Conforme Gremaud *et. al.* (2024), a condução da política monetária apresenta-se sob duas formas: ativa e passiva. Na primeira o Banco Central atua diretamente na oferta de moeda e, por consequência, a taxa de juros se ajusta para equilibrar a oferta e demanda por moeda e, neste caso, a oferta de moeda é exógena, isto é, a moeda é tratada como uma variável independente da atividade econômica e controlada pelo Banco Central. Na passiva o Banco Central estipula a taxa de juros e administra a oferta de moeda com o fim de regular a taxa determinada e, neste caso, a oferta de moeda é endógena, isto é, alterando seu custo aumenta ou diminui sua quantidade de acordo com a demanda por crédito e as condições do mercado financeiro.

Outro aspecto abordado por Gremaud *et. al.* (2024), é o regime de metas de inflação como estratégia de política monetária e adotada por diversos países, como Nova Zelândia, Chile, Canadá, Israel, Reino Unido, Austrália, Suécia, Espanha, Hungria, República Tcheca e Polônia, desde os anos 1990. Nessa abordagem, o governo define uma meta para a inflação e atribui ao Banco Central a responsabilidade de alcançá-la.

Ao estabelecer metas claras para a inflação, os governos aumentam a transparência e a previsibilidade da política monetária, o que, por sua vez, gera expectativas estáveis nos agentes econômicos. No Brasil, a taxa de juros básica, a Selic, é utilizada como instrumento para atingir a meta de inflação. O Conselho Monetário Nacional (CMN) define a meta de inflação, em formato contínuo, com base na variação do IPCA acumulado em 12 meses, e o Comitê de Política Monetária (Copom) ajusta a Selic a cada 45 dias para garantir que a meta seja alcançada. A comunicação clara do Copom sobre as perspectivas para a inflação e os ajustes na Selic contribui para a eficácia da política monetária e busca criar um ambiente econômico previsível e favorável ao crescimento.

2.2 A POLÍTICA FISCAL E EXPECTATIVA DE INFLAÇÃO

A política fiscal, segundo Rossetti (2016), refere-se ao manejo do orçamento público, tanto do lado dos dispêndios quanto das receitas, e apresenta-se como uma ferramenta essencial para influenciar o desempenho macroeconômico. Suas principais funções envolvem o consumo, investimentos, transferências e subsídios realizados pelo governo, que compõem os chamados dispêndios públicos, bem como a tributação, que é a contrapartida fiscal desses gastos.

Os dispêndios do governo desempenham papel crucial na formação da demanda agregada, e são direcionados ao consumo, investimentos ou transferências de renda. Os gastos relacionados ao consumo e investimento sustentam o nível de emprego e a produção, enquanto os de transferência impactam a renda disponível das famílias, estimulam o consumo e a poupança. Já os subsídios, outro instrumento dos dispêndios, têm o objetivo de ajustar preços e incentivar determinados setores econômicos.

Por outro lado, a tributação, que pode ser direta ou indireta, exerce impacto tanto sobre a produção quanto sobre o consumo. Tributos diretos afetam diretamente a renda das famílias e empresas, enquanto os tributos indiretos incidem sobre bens e serviços, com influência no nível de preços. De acordo com Rossetti (2016), essa dinâmica gera efeitos expansionistas por

meio dos gastos públicos e efeitos contracionistas pelos tributos, que podem ser ajustados conforme os objetivos macroeconômicos priorizados.

A composição do chamado “mix fiscal” é um conceito que abrange o equilíbrio entre déficits, superávits e financiamentos governamentais, elementos que refletem as escolhas estratégicas de política fiscal. O orçamento fiscal equilibrado é uma das alternativas, embora déficits ou superávits possam ser usados como instrumentos para ajustar a economia conforme necessário. Por exemplo, o financiamento de déficits pode gerar estímulo econômico em períodos de recessão.

No campo macroeconômico, a política fiscal permite ao governo influenciar diretamente a demanda agregada, seja por meio de gastos públicos que estimulam a atividade econômica, seja por meio da tributação que redistribui renda. Esses instrumentos impactam o emprego, a inflação, a estabilidade de preços e até as relações externas, em como as transações econômicas e o comércio internacional são afetados e exigem coordenação cuidadosa para evitar conflitos entre as variáveis econômicas e sociais prioritárias.

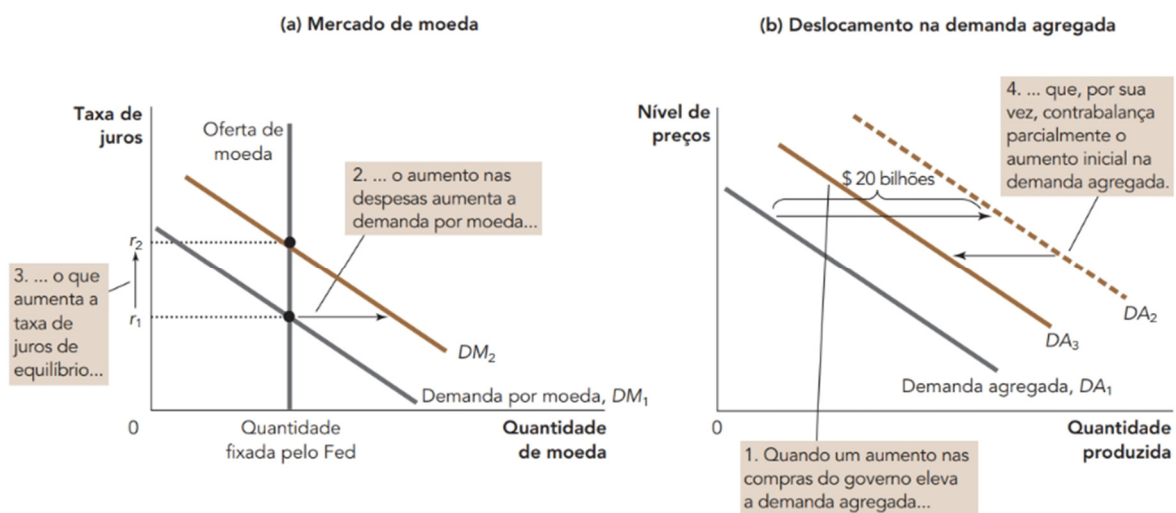
Segundo Abraham (2021), uma política fiscal caracterizada por déficits públicos recorrentes e descontrole do endividamento, apresenta diversos riscos para a economia. Entre eles, destacam-se a elevação das expectativas de inflação, o aumento das taxas de juros nominais e a desvalorização cambial, que podem comprometer o crescimento econômico e a estabilidade social. Esse cenário é agravado em períodos de crises econômicas, como ocorreu na década de 1990 e no início dos anos 2000, quando crises internacionais intensificaram a necessidade de grandes investimentos públicos para recuperação econômica e geração de emprego.

No Brasil, a dívida líquida do setor público quase dobrou entre 1995 e 2000, e atingiu 50% do PIB, impulsionada por fatores como o reconhecimento de passivos ocultos e ajustes financeiros de estados e municípios. O controle do déficit público é fundamental para restaurar a confiança de investidores e reduzir custos associados ao serviço da dívida. Por outro lado, déficits recorrentes podem gerar incertezas, e leva os agentes econômicos a esperarem maior inflação no futuro, enquanto superávits tendem a fortalecer a credibilidade fiscal. A responsabilidade fiscal busca equilibrar as contas públicas, estabelece limites para o endividamento e normas para conter a deterioração fiscal. Políticas fiscais prudentes e em consonância com as demais políticas públicas garantem a criação de empregos, crescimento sustentável e estabilidade econômica. (Abraham, 2021).

A Figura 2 apresenta os efeitos das compras do governo em estimular a demanda agregada por bens e serviços, com a conseqüente elevação na taxa de juros, no painel (a) e a

posterior redução que a mesma provoca nas despesas de investimento que resulta em pressão negativa sobre a mesma demanda agregada, no painel (b). A depender do efeito multiplicador característico de cada sociedade, isto é, o quanto o aumento na renda agregada estimulam despesas adicionais por parte dos consumidores no sentido de aumentar a demanda por moeda e consumo, para cada unidade monetária acrescida pelas compras do governo, e também do efeito deslocamento, isto é, o quanto o aumento da taxa de juros reduz as despesas com investimentos em uma menor demanda por bens e serviços, quando o governo aumenta os gastos governamentais, a demanda agregada pode aumentar mais ou menos que o valor empregado nas compras do governo.

Figura 2 – O efeito deslocamento



Fonte: (Mankiw, 2020)

Conforme se observa na Figura 2, existe uma interdependência entre a condução da política fiscal e a formação das expectativas de inflação. Ressalta-se que o sucesso da política monetária exige a coordenação macroeconômica, visto que a percepção de um desequilíbrio fiscal sustenta ou eleva as expectativas inflacionárias, o que limita a capacidade do Banco Central de controlar a inflação apenas com o uso da taxa de juros.

2.3 A POLÍTICA CAMBIAL: TIPOS DE REGIMES

De acordo com Gremaud *et. al.* (2024), a taxa de câmbio é definida como o preço relativo entre duas moedas de países diferentes, e representa a relação de troca entre elas. No comércio internacional, ela desempenha papel fundamental ao permitir transações entre

diferentes moedas, como quando um importador brasileiro troca reais por dólares ou euros para adquirir mercadorias do exterior. Da mesma forma, exportadores brasileiros recebem moedas estrangeiras que posteriormente são convertidas em reais. Entre os agentes que demandam moedas estrangeiras estão importadores, empresas que remetem lucros ao exterior e turistas. Por outro lado, a oferta é composta por exportadores, investidores estrangeiros no Brasil e turistas que trazem moedas para o país. Esse equilíbrio estabelece o valor da taxa cambial, que é ajustado por movimentos de arbitragem no mercado.

A taxa de câmbio é determinada pela oferta e demanda por moedas estrangeiras no mercado cambial e se constitui no segmento financeiro que estabelece a interface entre a economia nacional com o restante do mundo. Neste ambiente, realiza-se a compra e a venda de moedas estrangeiras conversíveis, essenciais para liquidar as transações de importação e exportação de bens e serviços e viabilizar as transferências financeiras internacionais. (Rossetti, 2021).

Há uma diferenciação entre os conceitos de valorização (ou apreciação) e desvalorização (ou depreciação) cambial. Valorização ocorre quando o poder de compra da moeda nacional aumenta em relação às moedas estrangeiras, reduz os custos de importação e pode impactar negativamente a competitividade dos produtos nacionais. Já a desvalorização ocorre quando a moeda nacional perde valor, torna as exportações competitivas, mas pressiona os preços domésticos via inflação. Além disso, distingue-se a taxa de câmbio nominal, que é o valor corrente de uma moeda frente a outra, e a taxa de câmbio real, que considera a taxa nominal ajustada pela inflação interna e externa. A taxa real permite avaliar a competitividade externa de um país, pois reflete mudanças no poder de compra das moedas. Uma desvalorização real que supera a inflação doméstica torna os produtos nacionais atrativos no mercado internacional. As relações entre taxa cambial e inflação são centrais na economia. Uma moeda desvalorizada pode pressionar preços internos ao encarecer bens importados, enquanto a valorização tende a reduzir a inflação ao baratear tais produtos. Esses efeitos revelam o controle cambial como instrumento de política econômica. (Gremaud *et. al.*, 2024).

Segundo Gremaud *et. al.* (2024), a determinação da taxa de câmbio envolve variáveis como exportações, importações e fluxos de capitais, e reflete a competitividade econômica de um país. A escolha do regime cambial é um fator determinante na gestão da política econômica, pois regula a interação entre moedas nacionais e estrangeiras. Os regimes cambiais podem ser classificados em dois tipos principais: taxas fixas e taxas flutuantes.

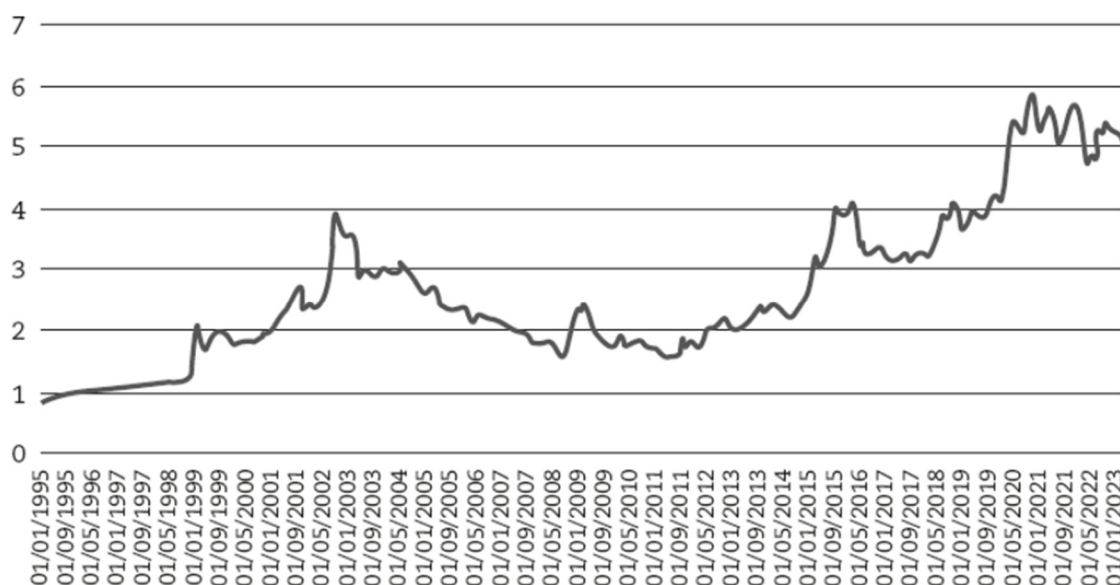
Para Rossetti (2021), em um regime de livre negociação (flutuantes), sem intervenções, a taxa de câmbio é determinada pelas forças de oferta e demanda, o que provoca

a valorização ou desvalorização da moeda nacional. Contudo, devido à relevância da taxa cambial sobre o volume e a direção das transações externas, as autoridades monetárias tendem a regulamentar essas taxas. Essa intervenção estabelece o câmbio oficial (fixo), que pode divergir do câmbio livre. Quando os agentes econômicos avaliam que a taxa oficial não reflete as tensões do mercado internacional, há a possibilidade de surgimento de mercados paralelos.

No regime de taxas de câmbio fixas, o governo, geralmente por meio do Banco Central, define um valor específico para a taxa de câmbio, e intervém no mercado para equilibrar a oferta e a demanda por divisas. Quando há excesso de oferta de moeda estrangeira, o governo compra divisas para manter a taxa de câmbio fixa, e acrescenta moeda nacional em circulação. Esse sistema proporciona maior estabilidade cambial, mas pode restringir a autonomia da política monetária e aumentar os custos de manutenção das reservas internacionais. No caso do regime de taxas flutuantes, a taxa de câmbio é determinada livremente pelo mercado, com base na oferta e na demanda de divisas. Nesse caso, o governo intervém de forma limitada, com atuação apenas em situações específicas para evitar oscilações excessivas. Esse sistema flexível permite que a política monetária seja utilizada para fins internos, como o controle da inflação, mas pode gerar volatilidade no valor da moeda. (Gremaud *et. al.*,2024).

Na Figura 3 pode-se observar a relativa estabilidade do câmbio ao longo dos anos 1990, no Brasil, quando essa foi utilizada como âncora cambial para alcançar a estabilidade de preços e, a partir de 1999, verifica-se maior volatilidade quando se passou a adotar o câmbio flexível (flutuante) o que ampliou a presença de movimentos de volatilidade do câmbio. A mudança de regime ocorreu poucos meses antes da introdução do sistema de metas para a inflação, e ambos os ajustes redefiniram o papel do câmbio na política macroeconômica. Essa transição revela a significância da política monetária como instrumento central de estabilização, enquanto o câmbio passou a atuar como amortecedor dos choques internacionais, conforme apresentado no Capítulo 3 desta pesquisa.

Figura 3 - Taxa de câmbio R\$/US\$



Fonte: (Gramaud *et. al.*, 2024)

Rossetti (2021) destacou que o equilíbrio das transações externas constitui um objetivo macroeconômico. A balança entre exportações e importações de mercadorias e serviços, denominada exportações líquidas, atua como um fluxo componente da demanda agregada. Quer dizer, as transações externas se relacionam diretamente com a sustentação e o crescimento do produto agregado, e impactam os níveis de emprego e os índices de preços. Embora os gestores macroeconômicos possam, em situações deliberadas e excepcionais, induzir desequilíbrios nos saldos correntes, déficits ou superávits prolongados exigem compensação nas demais variáveis da demanda agregada para evitar um desequilíbrio sistêmico. A compatibilização das exportações líquidas com os demais objetivos requer a estabilidade cambial, pois a apreciação ou desvalorização sistemática da taxa de câmbio interfere no equilíbrio geral. Portanto, exportações líquidas equilibradas e uma taxa real de câmbio estável são metas intercomplementares. Idealmente, o balanço de pagamentos deve apresentar um saldo saudável, pois déficits crônicos ou superávits decorrentes de endividamento externo ou de capital volátil não representam estabilidade.

Gramaud *et. al.* (2024) também destacou que os regimes cambiais influenciam diretamente variáveis macroeconômicas como produção e inflação. Em um regime de câmbio fixo, a estabilidade cambial pode ajudar a controlar a inflação ao manter previsível o custo dos bens importados. Contudo, esse regime pode limitar a capacidade de resposta a choques externos, os quais prejudicam a produção interna. Já no regime de câmbio flutuante, a

desvalorização da moeda pode estimular exportações e a produção, mas também pode gerar pressões inflacionárias ao encarecer importações.

Portanto, a escolha do regime cambial deve considerar os objetivos macroeconômicos do país, como crescimento econômico, controle da inflação e equilíbrio no comércio exterior.

2.4 A POLÍTICA COMERCIAL E A GLOBALIZAÇÃO FINANCEIRA

A política comercial pode ser definida como o conjunto de medidas, normas e instrumentos adotados por um país para regular as suas relações econômicas com outras nações, com o objetivo de incentivar ou restringir o comércio internacional de bens, serviços e capitais. Essas políticas podem abranger tarifas, barreiras não tarifárias, acordos comerciais, subsídios e regulações que impactam diretamente as importações e exportações. Segundo Krugman e Obstfeld (2023), a política comercial é protagonista do desenvolvimento econômico, pois permite aos governos moldar sua inserção na economia global, proteger setores estratégicos e promover a competitividade das empresas nacionais.

Políticas comerciais devem ser implementadas com cautela, pois práticas excessivamente protecionistas podem gerar retaliações internacionais e comprometer o crescimento econômico de longo prazo, enquanto a abertura comercial desordenada pode expor a economia doméstica a vulnerabilidades externas. Assim, o desafio está em equilibrar o desenvolvimento interno com uma integração internacional eficiente.

No escopo da contabilidade nacional, o balanço de pagamentos é um registro que engloba todas as transações econômicas realizadas entre os residentes de um país e os de outros países em um período determinado. Ele se divide em duas grandes categorias: transações correntes e movimentos de capital. As transações correntes incluem balança comercial, que reflete o saldo entre exportações e importações de bens e serviços; balança de serviços, que registra receitas e despesas com serviços como transporte, turismo, seguros e rendas; transferências unilaterais, compostas por doações e remessas sem contrapartidas. Os movimentos de capital abrangem investimentos estrangeiros líquidos, relacionados à entrada e saída de recursos; empréstimos a médio e longo prazos; empréstimos de curto prazo; amortizações de dívidas. (Rossetti; Lopes, 1998).

Segundo Gremaud *et. al.* (2024), a transformação ocorrida a partir da década de 1960, marcada pela substituição gradual do sistema financeiro baseado em crédito por um sistema dominado pelo mercado de capitais, foi impulsionada por diversos fatores, como a

internacionalização bancária, a liberalização financeira e a inovação de instrumentos financeiros. Essa transição se caracterizou pela diminuição de operações pelos bancos, isto é, crises de dívida externa e novas regulamentações bancárias levaram à retração das operações bancárias e ao aumento dos custos de intermediação; crescimento dos investidores institucionais, por exemplo, fundos de pensão e outros investidores institucionais passaram a desempenhar maior influência no crédito, na busca por maiores retornos em um ambiente de baixa rentabilidade dos bancos; securitização e novos instrumentos financeiros como a emissão de títulos de dívida direta por empresas e a criação de novos instrumentos financeiros se tornaram comuns; desenvolvimento dos mercados secundários organizados com a liquidez dos títulos facilitada; inovações financeiras como a proliferação de derivativos como futuros e *swaps*, permitiu a gestão de riscos e a especulação financeira.

Como consequências dessa transição cita-se o aumento da instabilidade financeira a partir da maior interconexão entre os mercados financeiros com a ampliação dos riscos de contágio de crises financeiras, o que leva a maior volatilidade nos preços dos ativos; a globalização financeira e a redução da operação dos bancos dificultou o controle das autoridades monetárias sobre as taxas de câmbio e a inflação; crescimento da especulação com a proliferação de instrumentos financeiros e a maior liquidez dos mercados; diminuição do spread bancário pela concorrência entre os intermediários financeiros que fez reduzir o custo de intermediação financeira e a integração dos mercados financeiros permitiu uma melhor alocação de recursos, com maior eficiência na captação de capital. (Gremaud *et. al.*,2024).

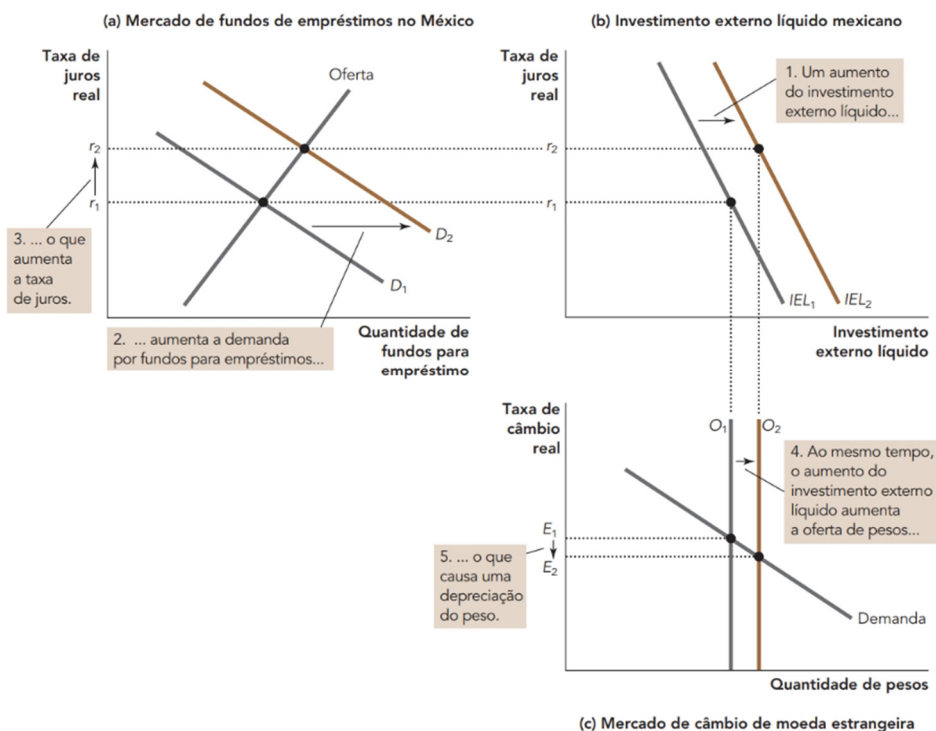
Entre as implicações para os países, a globalização financeira trouxe perdas de autonomia no instante em que limita a capacidade dos países de implementar políticas econômicas autônomas. Os países tornaram-se vulneráveis a choques externos e a crises financeiras bem como a interdependência entre as nações têm exigido maior coordenação das suas políticas econômicas.

A transição do crédito para o mercado de capitais trouxe transformações ao sistema financeiro global. A maior complexidade e interconexão dos mercados financeiros aumentaram a instabilidade e a vulnerabilidade dos países, mas também permitiram uma maior eficiência na alocação de recursos. Em um mundo globalizado se faz necessária uma compreensão aprofundada deste processo para a formulação de políticas econômicas e financeiras eficazes. (Gremaud *et. al.*,2024).

A Figura 4 mostra os efeitos de uma fuga de capitais, isto é, uma grande e súbita redução da demanda pelos ativos localizados em um país. A unidade de moeda visualizada é o peso, mas pode se referir a qualquer moeda. A fuga de capitais é caracterizada pela venda de ativos

nacionais para a compra de ativos internacionais, assim o painel (a) mostra o aumento da demanda por fundos de empréstimos para financiar essas compras de ativos de capital no exterior, de D^1 para D^2 . Uma vez que o investimento externo líquido é positivo, lembrando que o ponto de vista é sob o país no qual ocorre a fuga de capitais, isto é, se busca mais o investimento externo do que o interno, ocorre um deslocamento para a direita no painel (b). Conseqüentemente a fuga de capitais provoca um aumento na oferta de pesos no mercado de câmbio de O^1 para O^2 , ou seja, conforme tenta-se livrar dos ativos nacionais, há uma grande oferta da moeda nacional para serem convertidas em moeda estrangeira. Essa oferta ocasiona a depreciação da moeda nacional de E^1 para E^2 .

Figura 4 - Os efeitos de uma fuga de capitais



Fonte: (Mankiw, 2020)

Portanto a fuga de capitais aumenta a taxa de juros nacional e diminui o valor da moeda no mercado de câmbio. O resultado é um aumento da inflação tanto pela depreciação da moeda com o aumento de preços dos produtos de serviços importados quanto pelo aumento da base monetária, ou seja, do aumento da oferta monetária.

3 A CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL

A política monetária brasileira apresenta relação direta com as demais políticas econômicas, especialmente para atender ao modelo de desenvolvimento e industrialização planejados pelo Estado. Este capítulo aborda a evolução da política monetária do Brasil desde o período pós-Segunda Guerra Mundial até os dias atuais.

3.1 O BRASIL E A INDUSTRIALIZAÇÃO PÓS-GUERRA

Desde 1950, a partir da Segunda Guerra Mundial, o modelo de substituição de importações foi a trajetória adotada pelos países de industrialização tardia, inclusive o Brasil. Desde então até a década de 80 o país experimentou um crescimento médio de 7,4% ao ano com poucos eventos abaixo de 4%. No período de 1968 a 1973, conhecido como “milagre econômico” ocorreu também a promoção de alguns ensaios de exportações. As características deste modelo se resumem na participação direta do Estado no investimento em infraestrutura e setores prioritários como siderurgia, mineração e petroquímica; o protecionismo à indústria nacional; crédito facilitado para implantação de novos projetos. Entretanto, este modelo deixou sequelas na economia como a falta de transferência plena de tecnologia em certos segmentos de bens de capital devido a distorções nos incentivos, a não priorização de exportações, exceto em alguns segmentos, e o endividamento do Estado. (Giambiagi *et. al.*, 2024).

Apesar de ineficiências pontuais este modelo permitiu à indústria nacional se apresentar completa e integrada nos anos 1980. A fim de induzir a substituição de importações, devido a restrições do balanço de pagamentos, o governo se utilizou de políticas cambiais e tarifárias, o que provocou novas crises de divisas pelo efeito do aumento de renda gerado pela produção local ao fazer crescer a importação de insumos e bens de capital. Assim, novos ciclos sucessivos de substituição de importação deviam ser implementados. Cada novo ciclo torna-se mais custoso e difícil prosseguir pela diminuição da participação de bens de consumo e aumento da participação dos bens intermediários, com redução da eficiência dos investimentos pelo aumento da relação capital/produto e o surgimento de itens cada vez mais tecnológicos difíceis de serem produzidos internamente na medida que o processo avança.

Nesta época, a partir de 1964, surgiu um sistema de indexação sofisticado e a economia passou a conviver com elevadas taxas de inflação. Os choques do petróleo, um no início e outro no final dos anos 70, com os juros da dívida internacional adquirida a taxas flexíveis e a crise de liquidez externa pesaram sobre o processo inflacionário brasileiro e impactou diretamente o

crescimento econômico. Na década de 1980 diversos planos de estabilização econômica fracassaram e a cada tentativa as crises financeiras do Estado eram agravadas. O resultado do embaraço das políticas econômicas empregadas foi um retrocesso na industrialização, nos avanços tecnológicos e organizacionais se comparadas às economias desenvolvidas. (Giambiagi *et. al.*, 2024).

A partir de 1990 até 1994, nos governos Fernando Collor e Itamar Franco, inicia-se a abertura econômica e processos de desestatização são intensificados como forma de resgatar e modernizar a indústria nacional e reativar a economia. O Plano Nacional de Desestatização (PND) possuía caráter prioritário e tinha por premissas um novo desenho para o parque industrial, consolidação da estabilidade e redução da dívida pública. As dificuldades encontradas na desestatização as tornaram modestas e tiveram como explicações a má situação financeira das estatais com necessidade de saneamento para atrair investidores, os anos de inflação e troca de moedas dificultaram a avaliação dos ativos, a resistência do público à desestatização com baixa credibilidade do governo e impedimentos legais para a venda à estrangeiros de alguns setores como mineração e energia. (Giambiagi *et. al.*, 2024).

Giambiagi *et. al.* (2024) destaca que a política de comércio exterior também foi afetada pelo câmbio livre e mudanças importantes no controle de importações os quais substituíram listas de produtos suspensos de importação por uma reforma tributária.

O Quadro 2 revela a redução gradual das alíquotas de importação para determinados setores da economia em acordo com a política tarifária que preconizava a atingir 20%, com variação entre 0 a 40%. O objetivo era dar tempo de preparação para a indústria nacional conseguir absorver a transição para uma economia aberta, devido aos anos de baixo nível de investimentos e turbulência econômica.

Quadro 2 - Alíquotas de Importações de Setores Seleccionados - 1990-1994 em (%)

	1990	1991	1992	1993	1994
Tarifa média	32,2	25,3	21,2	17,1	14,2
Tarifa modal	40,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Desvio-padrão	19,6	17,4	14,2	7,9	7,9
Setores seleccionados					
Insumos industriais básicos	12,6	8,3	6,1	4,8	4,3
Bens de capital	36,0	29,2	25,0	21,0	19,3
Veículos de passageiros	85,0	59,3	49,3	39,3	34,3
Peças e acessórios de bens de capital	34,0	27,8	24,3	20,9	19,1
Peças e acessórios de equip. transport.	39,1	31,5	26,3	21,2	18,6
Outros	51,2	40,7	33,5	25,7	19,3

Fonte: Horta *et al.* (1992), Tabelas 4.4 e 4.5. Exclui setores da tabela original.

Fonte: (Giambiagi *et. al.*, 2024)

A redução tarifária registrada no período buscou criar condições para que o setor produtivo se adaptasse ao novo ambiente competitivo, sem provocar rupturas excessivas na estrutura industrial na tentativa de equilibrar abertura, preservação produtiva e retomada da eficiência econômica. Estas mudanças introduzidas neste período podem ser consideradas de razoável moderação. (Giambiagi et. al., 2024).

3.2 HISTÓRIA DA POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL

Anterior ao regime de metas inflacionárias, vigoravam outras teorias monetárias, as quais remontam ao debate de regra versus discricionariedade. Entre o final da 2ª Guerra Mundial ao início da década de 1970, prevaleceram as ideias keynesianas, onde as políticas monetárias permeavam sobre a síntese de manutenção nos níveis de emprego e demanda agregada. Phillips (1958 apud Mankiw, 2020), verificou que havia um suposto *trade-off* entre o nível de inflação e desemprego ao analisar a evolução das duas variáveis no Reino Unido entre 1861 e 1957, e as evidências encontradas permitiram ao autor deduzir que o alto nível de emprego justificaria a elevação nos salários nominais. Neste sentido, a política monetária vigente na época consistia em explorar a curva de *Phillips*, de forma a manter o nível de emprego e atingir um nível inflacionário razoavelmente justificável.

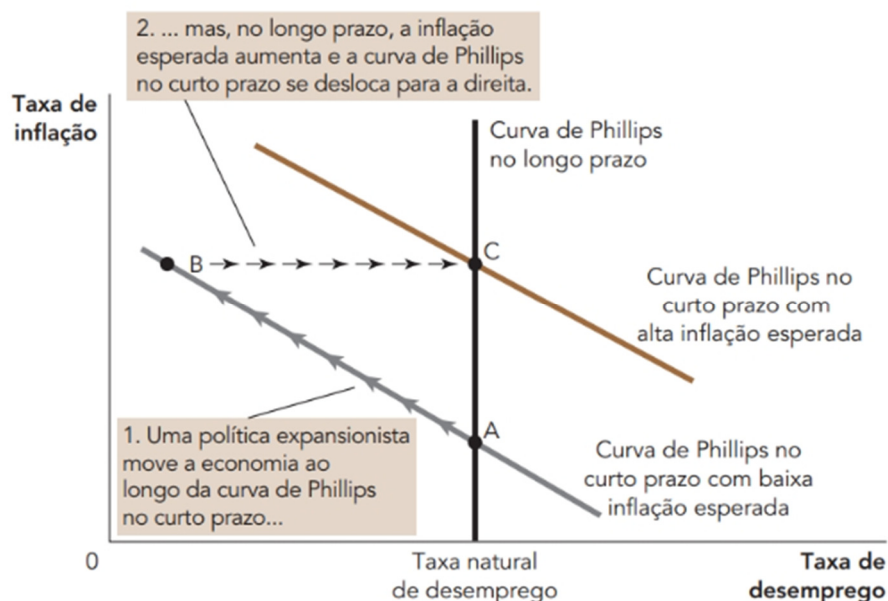
Entretanto, o primeiro choque do petróleo em 1973 acabou por descredibilizar a curva de Phillips e os pressupostos keynesianos, os quais foram incapazes de explicar o fenômeno do estagflação. Friedman (1968 apud Mankiw, 2020) e os monetaristas apresentaram uma solução alternativa ao problema do *trade off*. Ao distinguir os efeitos de curto e longo prazo nas variações na demanda agregada, verificou que haveria uma suposta taxa natural de desemprego, a qual propõe que o *trade-off* de curto prazo pode ocorrer porque as pessoas sofrem de ilusão monetária, ao considerar um aumento no salário nominal como um aumento no salário real.

No entanto, esses aumentos no salário nominal são acompanhados pela elevação dos preços, e reduz o poder de compra do salário. À medida que os trabalhadores ajustam suas percepções à realidade, a taxa de desemprego retorna ao nível anterior à aceleração inesperada da demanda agregada, e restabelece a taxa natural de desemprego. Isso resulta em uma curva de *Phillips* vertical no longo prazo, conhecida como curva de *Phillips* modificada ou curva aceleracionista de *Phillips*. Friedman e Phelps (1968 apud Mankiw, 2020) posicionaram a variável expectativas de inflação na relação entre inflação e desemprego. Isto implica afirmar que existe uma relação negativa entre inflação e desemprego no curto prazo, porém não pode ser usada como base para a formulação de políticas na esperança em resultados do longo prazo.

Ao passar do tempo, as famílias se acostumam com a taxa de inflação mais alta e aumentam suas expectativas em relação a ela. Com a elevação da inflação esperada os agentes econômicos tendem a considerar essa inflação mais elevada nos salários e preços. (Mankiw, 2020).

A Figura 5 mostra que quanto maior a expectativa de inflação, maior o *trade off* entre inflação e desemprego no curto prazo. Na situação de equilíbrio do ponto A tanto a inflação esperada e a vigente são baixas e o desemprego é o natural. Com uma política de expansão monetária a economia desloca-se para o ponto B no curto prazo, isto é, ocorre um aumento na inflação vigente acompanhada da diminuição do desemprego, menor que a natural. No longo prazo, a inflação esperada aumentará e a economia se moverá para o ponto C onde tanto a inflação esperada quanto a vigente são mais altas que o ponto A, contudo o desemprego retorna ao nível natural.

Figura 5 - Como a inflação esperada desloca a curva de Phillips no curto prazo



Fonte: (Mankiw, 2020)

Portanto, a conclusão de Friedman e Phelps (1968 apud Mankiw, 2020) foi que os formuladores de políticas conduzem a economia a um efeito transitório de *trade off* entre inflação e desemprego no curto prazo com uma expansão monetária. No longo prazo, por sua vez, uma expansão acelerada da demanda agregada resulta em maior inflação sem reduzir a taxa de desemprego. Assim, propôs-se uma regra monetária de crescimento constante na oferta

de moeda de forma a conter o processo inflacionário, em vez de utilizar os métodos discricionários. (Mankiw, 2020).

Todavia, a evolução do sistema financeiro a nível global e a diversificação dos produtos do mercado de capitais, impulsionados pela tecnologia distorcem a velocidade de circulação dos agregados monetários, cujas instabilidades geradas dificultam o controle da inflação, especialmente em países emergentes como o Brasil,

Até a implementação do Plano Real no Brasil, a inflação apresentava um comportamento classificado como inercial. A inflação inercial é alimentada por contratos com cláusulas de indexação. A inflação de um período tende a ser transmitida para o seguinte, e pode ser agravada por choques de oferta, como flutuações em preços agrícolas ou do petróleo, ou choques de demanda, como desequilíbrios fiscais. O desafio estava em evitar que essas flutuações temporárias fossem incorporadas de forma permanente à inflação. A reposição automática de salários e preços pela inflação passada pode perpetuar desequilíbrios nos preços relativos. Assim, a indexação contribui para sustentar uma inflação persistente, mesmo nas tentativas de restaurar a estrutura inicial de preços. (Giambiagi *et. al.*, 2024).

A política monetária no Brasil passou a contar com o regime de metas de Inflação em julho de 1999. Este regime representa uma alternativa estratégica aos modelos de câmbio fixo e de metas de agregado monetário. Para Neves e Oreiro (2008), os Bancos Centrais, em geral, têm como meta principal o controle inflacionário sustentado no longo prazo, de forma que a economia se mantenha estável e possa crescer de forma gradativa. De tal maneira, a política monetária estrutura-se de modo que sirva como uma âncora nominal, no intuito de reduzir as expectativas inflacionárias por parte dos agentes econômicos. Mishkin (2018) atribuiu importância à âncora nominal pois provê as condições necessárias para que o nível de preços seja unicamente determinado, reduz a expectativa de inflação e assim limita as políticas discricionárias.

3.3 OS SUCESSOS E FRACASSOS DOS PLANOS ECONÔMICOS

As décadas de 80 e 90 foram marcadas por tentativas de estabilização econômica no Brasil, com sucessos iniciais seguidos por fracassos. Os planos econômicos, como o Plano Cruzado e outros subsequentes, frequentemente alcançavam um alívio imediato da inflação, devido ao congelamento de preços e salários. Esses congelamentos, inicialmente, traziam esperança e otimismo, mas falhavam em controlar os desequilíbrios estruturais da economia, cujo resultado era a volta da inflação de forma ainda mais severa.

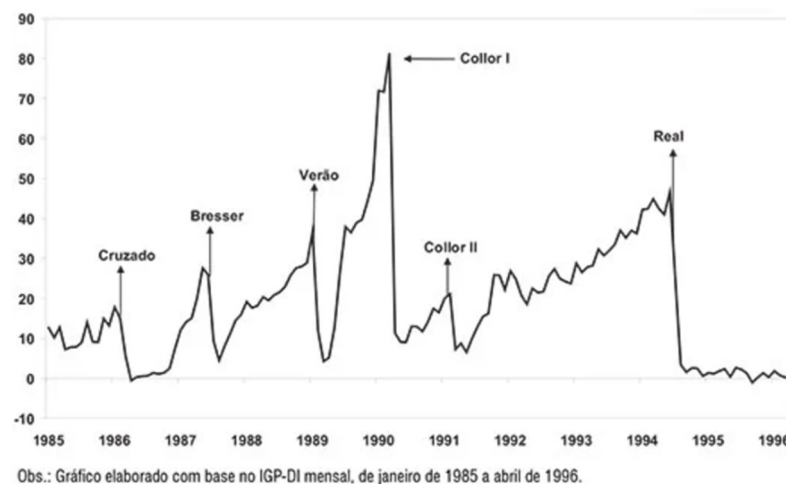
Uma sequência de erros fora cometida devido à inexistência de medidas preventivas com ações para o antes e após os planos. Giambiagi *et. al.* (2024) citou os mais importantes:

- a) Ausência de controle estrutural: Não houve uma gestão eficiente sobre as causas da inflação inercial, como a indexação generalizada da economia;
- b) Expectativas excessivas sobre congelamentos: Falta de medidas complementares, como ajustes fiscais ou controle efetivo de demanda;
- c) Expansão descontrolada da demanda: Após os congelamentos, houve um “boom” de consumo, que alimentava novas pressões inflacionárias;
- d) Escala móvel de salários (gatilho salarial): Ao indexar reajustes salariais à inflação, acelerou-se o retorno do aumento de preços;
- e) Descuido com a demanda agregada: Faltou implementar um controle rígido de demanda para evitar os efeitos do descongelamento;
- f) Desvalorização cambial ineficaz: A falta de fluxo de capitais para sustentar déficits externos enfraqueceu a estabilização; e
- g) Repetição de estratégias falhas: A insistência em congelamentos sem atacar os desequilíbrios estruturais tornou os planos ineficazes.

O fracasso desses planos gerou lições importantes, que culminaram na elaboração do Plano Real que incorporou controle da demanda, câmbio administrado e redução da indexação, e marcou uma ruptura com os erros passados.

A Figura 6 apresenta o comportamento da inflação com os planos econômicos implementados no período entre 1985 a 1996.

Figura 6 - Comportamento da Inflação Mensal - IGP-DI - 1985/1996 (%)



Fonte: (Giambiagi *et. al.*, 2024)

O Plano Real representou uma conquista ao controlar a inflação e encerrou décadas de descontrole inflacionário no Brasil. Apesar de estabilizar os preços, seus efeitos positivos foram limitados ao campo monetário, sem resolver desafios estruturais no lado real da economia, como a baixa taxa de crescimento, os reduzidos investimentos de longo prazo, o subdesenvolvimento do mercado de crédito e a prevalência de práticas financeiras de curto prazo. A expectativa de que o fim da inflação levaria automaticamente ao crescimento econômico não se concretizou. (Giambiagi *et. al.*, 2024).

O sucesso do Plano Real deve-se, em parte, ao aprendizado acumulado ao longo de 30 anos, o que inclui os fracassos de planos anteriores. Esse período de experimentação foi crucial para desmontar o sofisticado sistema de indexação que sustentava a inflação. Apesar disso, o problema da indexação não foi eliminado, e permaneceu como um desafio para as administrações futuras. O Plano Real é reconhecido como um marco na história econômica brasileira, fruto de um processo de maturação e aprendizado coletivo entre gestores e sociedade. (Giambiagi *et. al.*, 2024).

3.4 O REGIME DE METAS E O TRIPÉ MACROECONÔMICO

Conforme resumiu Gremaud *et. Al.* (2024), o regime de metas de inflação adotado no Brasil, representou uma transformação na política monetária do país, visou estabilizar preços e reforçar a credibilidade do Banco Central. Essa mudança ocorreu após a crise cambial de 1999, que forçou o abandono do regime de câmbio fixo. Com a introdução do câmbio flutuante, o Banco Central perdeu o controle direto sobre a taxa de câmbio e precisou adotar novas ferramentas para a condução da política monetária, o que levou à implementação das metas de inflação.

Nesse regime, o Banco Central define metas anuais para a inflação e utiliza a taxa de juros como instrumento principal para alcançá-las. A regra de *Taylor* serve como base para os ajustes, quando a inflação supera a meta, os juros são elevados para reduzir a demanda; quando está abaixo, os juros são reduzidos para estimular a economia. Essa flexibilidade permite influenciar o nível de preços e manter a inflação dentro do intervalo estipulado.

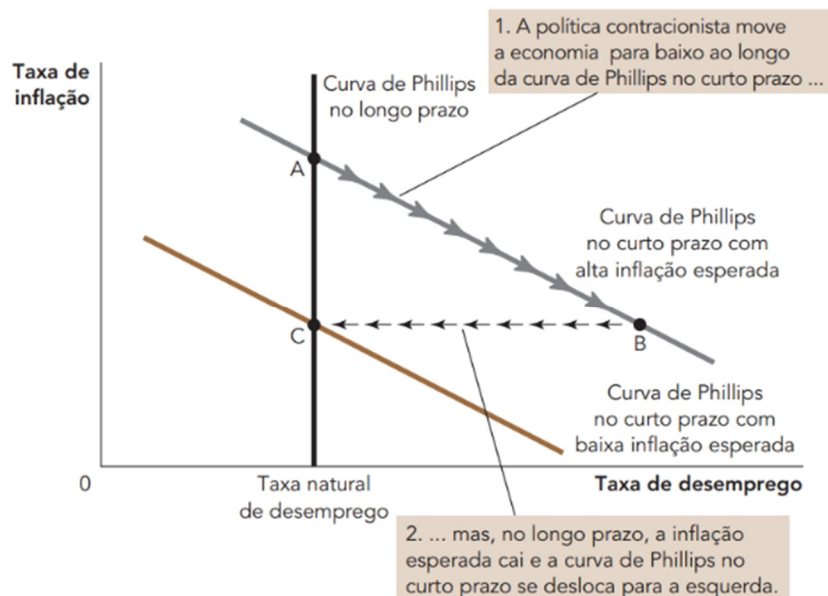
Entre os benefícios do regime de metas de inflação, destacam-se o aumento da credibilidade do Banco Central por meio da transparência na definição de objetivos e, a redução da incerteza que proporciona previsibilidade aos agentes econômicos. Essa estabilidade permite um melhor planejamento para investimentos e negócios e, especialmente, favorece o crescimento econômico a longo prazo. Além disso, a confiança na política monetária é

fortalecida por consolidar o papel do Banco Central como guardião da estabilidade de preços. No entanto, o regime também enfrenta desafios importantes. A necessidade de coordenação com outras políticas econômicas, que associado especialmente com uma política fiscal austera e flexibilidade cambial, perfaz o chamado Tripé Macroeconômico e é essencial para o sucesso do modelo. (Gremaud *et. Al.*, 2024).

Convém salientar que políticas fiscais sérias, onde o governo assume um compromisso firme e digno de crédito, na busca perseverante por uma inflação baixa, os agentes econômicos seriam racionais o suficiente para que ocorra redução quase imediata de suas expectativas de inflação. Isto implica em um deslocamento para baixo na curva de *Phillips* mais rapidamente sem o custo transitório, ou melhor com baixa taxa de sacrifício, de alto desemprego e de baixa produção. (Mankiw, 2020).

A figura 7 revela o efeito oposto ao demonstrado na Figura 5. No longo prazo, por sua vez, uma redução da demanda agregada resulta em menor inflação e reduzirá a taxa de desemprego à natural.

Figura 7 - Política monetária desinflacionária no curto e longo prazo



Fonte: (Mankiw, 2020)

Além disso, a economia brasileira continua vulnerável a choques externos, como variações nos preços de commodities ou mudanças no cenário global, que podem afetar a capacidade de o Banco Central alcançar as metas estabelecidas.

O regime de metas de inflação é reconhecido como uma ferramenta eficaz para o controle da inflação e marca um avanço significativo em relação a políticas anteriores. Ele não apenas reduziu a inflação, mas também consolidou a estabilidade macroeconômica no país, tornou-se um marco na política econômica brasileira. Contudo, a contínua integração com políticas complementares e a gestão de variáveis externas permanecem como desafios para a manutenção de seus benefícios no longo prazo. (Gremaud *et. Al.*, 2024).

3.5 AUTONOMIA DO BANCO CENTRAL E EFICÁCIA DA POLÍTICA MONETÁRIA

A condução da política monetária é, de fato, um tema que gera controvérsia devido às diferentes interpretações e preferências das escolas de pensamento econômico. Essa divergência ocorre principalmente porque cada escola tem suposições teóricas distintas sobre o papel do governo na economia, o comportamento dos mercados e as ferramentas mais eficazes para lidar com choques econômicos.

Esse desacordo ideológico resulta em abordagens diferentes e, muitas vezes, conflitantes sobre a política monetária. As duas principais abordagens são a monetarista, associada a Milton Friedman e à Escola de Chicago e a Keynesiana, como o próprio nome diz, está associada a John Maynard Keynes. A primeira defende a ideia de que a política monetária deve se concentrar em controlar a oferta de moeda de forma estável e previsível, pois acreditam que intervenções frequentes do Banco Central tendem a causar mais distorções e ineficiências na economia. Para eles, a inflação é, essencialmente, um fenômeno monetário e deve ser combatida com uma política de crescimento controlado da oferta monetária. Essa abordagem advoga por uma política monetária mais regrada e automática e evita a discricionariedade. A segunda abordagem argumenta que a economia é inerentemente instável e que o governo, através de políticas fiscais e monetárias adequadas, deve intervir para suavizar as flutuações econômicas. (Brue; Grant, 2016).

Keynesianos defendem o uso da taxa de juros e de políticas expansionistas para estimular a demanda agregada, especialmente em períodos de recessão. Para esta escola, a discricionariedade na política monetária é crucial para responder a choques econômicos e corrigir falhas de mercado.

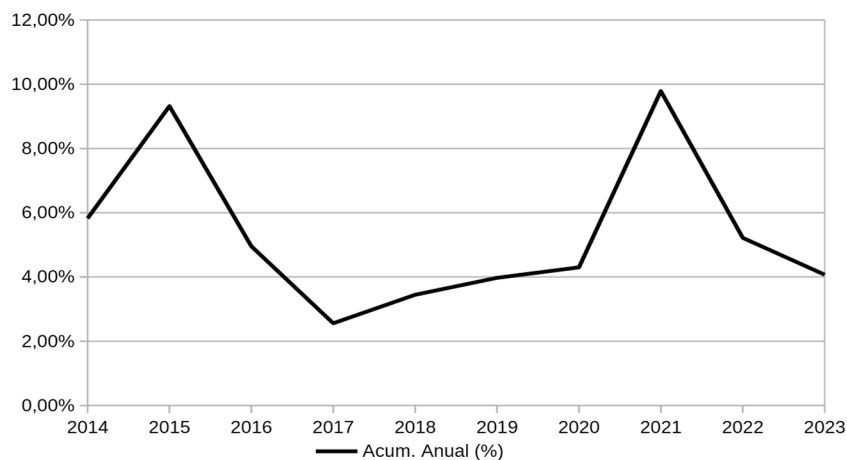
Monetaristas e clássicos argumentam que uma intervenção mínima reduz as ineficiências, enquanto keynesianos e novos keynesianos defendem a flexibilidade da política para estabilizar a economia. A ausência de consenso sobre a melhor abordagem reflete essas

visões antagônicas e sustenta a complexidade e a natureza controversa da política monetária. (Brue; Grant, 2016).

Segundo Mankiw (2020), ao promover-se um regime discricionário é dada autonomia à autoridade monetária para conduzir a política monetária. Esta seria considerada a melhor alternativa para assegurar flexibilidade ao Banco Central em controlar a inflação diante das diferentes circunstâncias. Neste sentido, ao invés do Banco Central seguir orientações enviesadas pelos governos da ocasião ou regras legais para limitar a sua incompetência ou abuso de poder, melhor é a indicação de pessoas qualificadas para a condução da política monetária ao dar-lhes autoridade com liberdade para tomarem as melhores decisões.

A Figura 8 revela picos de inflação no Brasil nos anos 2015 e 2021. Percebe-se que, ao atingirem os máximos acima dos 10%, declinaram sem a formação de planícies, isto é, não permaneceram por tempo prolongado em níveis elevados.

Figura 8 - Comportamento da Inflação Anual - IPCA - 2014/2023 (%)



Fonte: Elaborado pelo autor, 2025

As máximas de inflação vistas na Figura 8 colocaram os agentes econômicos em alerta e puseram a prova a política monetária. O primeiro foi um período político conturbado pelo processo de impedimento da presidente da república Dilma Rousseff (2011-2016), enquanto o segundo foi a ameaça mundial do coronavírus.

Não obstante os citados períodos críticos, o Brasil é um país onde as necessárias reformas de políticas públicas tem dificuldades de serem estabelecidas, devido ao elevado custo político que certas reformas exigem e que sucessivos governos não querem sofrer, cujos dividendos somente serão colhidos nas gestões futuras.

Como citado por Câmara Cascudo, há muitas décadas, o comentário que identifica bem a característica brasileira quando se depara com situações e problemas os quais deveria rapidamente tomar atitudes, ao proferir que “o Brasil não tem problemas, mas apenas soluções adiadas”. (Giambiagi *et. al.*, 2024).

3.6 VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS E A POLÍTICA MONETÁRIA

A presente pesquisa abarca nove variáveis macroeconômicas clássicas relacionadas à dinâmica da economia brasileira. Estas variáveis serão utilizadas em análises, especialmente em um modelo que avalie os impactos da política monetária, sob os efeitos provocados pela variação da taxa básica de juros Selic, sendo o elo central de transmissão. As variáveis selecionadas apresentam diferentes níveis de sensibilidade em relação à política monetária.

A forma como o Banco Central interfere na Selic afeta diretamente o crédito, a inflação, o PIB, o câmbio, o desemprego, o risco país e as transações correntes. As interações entre essas variáveis serão utilizadas para a análise e desenvolvimento desta pesquisa, porque sua compreensão determinam a formulação de políticas públicas. Abaixo são apresentadas as variáveis selecionadas com características e as siglas pelas quais serão nominadas.

3.6.1 Taxa Selic (SELIC)

A Selic representa a taxa básica de juros da economia brasileira, sendo o principal instrumento da política monetária utilizado pelo Banco Central do Brasil para o controle da inflação. Influencia outras taxas de juros como para empréstimos, financiamentos e aplicações financeiras. (BCB, 2025a).

3.6.2 Oferta de crédito (CRED)

Refere-se ao volume de crédito disponibilizado ao setor privado. Também relacionada à política monetária, pois o volume de crédito é influenciado pela taxa de juros. Também se conecta à política de rendas, ao impactar o acesso das famílias e empresas ao financiamento. O crédito é um dos canais de transmissão da política monetária no qual o estímulo da oferta de crédito reduz o custo do capital, enquanto sua retração encarece os empréstimos. (Carvalho, 2015).

3.6.3 Taxa de juros dos EUA - Treasury 10 anos (TNOTE10)

Taxa de rendimento dos títulos públicos norte-americanos de 10 anos, referência internacional para fluxos de capitais e também como taxa livre de risco em análises de *valuation*. (Póvoa, 2021).

Conforme visto no Capítulo 2, sua influência está relacionada às políticas cambial e monetária, e afeta o diferencial de juros entre Brasil e Estados Unidos, o que impacta os fluxos de capitais e o câmbio. Com a Selic em queda, o diferencial de juros entre Brasil e EUA diminui, o que pode levar à saída de capitais e pressão de desvalorização cambial, no entanto, sua elevação amplia o diferencial, atrai o capital estrangeiro e valoriza o real.

3.6.4 Inflação (IPCA)

Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) mede a variação dos preços ao consumidor através de uma cesta de consumo representativa para as famílias em dezesseis regiões do país. É o principal indicador para o sistema de metas de inflação. Também é um indexador dos títulos Notas do Tesouro Nacional. (BCB, 2025b).

3.6.5 Produto Interno Bruto (PIB)

Indicador do nível de atividade econômica. O PIB é a medição tanto da renda quanto da despesa total de uma economia, tendo em vista que a renda deve ser igual a despesa. As despesas são relativas ao total dos gastos das famílias no mercado de bens e serviços e, também é igual ao total dos salários, aluguéis e lucros remunerados ao mercado de fatores de produção. (Mankiw, 2020).

3.6.6 Câmbio (CAMBIO)

Taxa de câmbio é o preço de uma unidade de moeda estrangeira expressa em moeda nacional. Na presente pesquisa é o valor do real frente ao dólar americano. (BCB, 2025c).

Conforme discutido no Capítulo 2, desta pesquisa, é ligada à política cambial e à política monetária, pois as variações na Selic influenciam o fluxo de capitais e, conseqüentemente, a taxa de câmbio. A diminuição da taxa Selic reduz a atratividade de

investimentos em reais, e pode gerar desvalorização cambial. Alta da Selic tende a valorizar o real, ao atrair capitais estrangeiros.

3.6.7 Desemprego (DESEMPRE)

Taxa de desocupação medida pelo IBGE, que reflete a parcela da força de trabalho disponível, mas sem ocupação.

Se refere às pessoas com idade para trabalhar (acima de 14 anos) que não estão trabalhando, mas estão disponíveis e tentam encontrar trabalho no intervalo de quatro semanas anteriores a pesquisa realizada pela Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua - PNAD-Contínua, metodologia adotada pelo IBGE. Assim, para alguém ser considerado desempregado, não basta não possuir um emprego. (IBGE, 2025).

O Capítulo 2, desta pesquisa, revela sua relação com as políticas monetária, fiscal e de rendas, pois o nível de emprego é influenciado por medidas de estímulo à economia e programas sociais. Redução da Selic estimula a atividade econômica e reduz o desemprego nos curto e médio prazos. Aumento da Selic pode gerar desaceleração econômica e aumento da taxa de desemprego.

3.6.8 Balanço de transações correntes (BTC)

O saldo das transações correntes inclui a balança comercial, a conta de serviços e as transferências correntes sendo uma das contas que fazem parte do Sistema de Contas Nacionais.

Nessa conta, são registrados os gastos dos não residentes com os bens produzidos internamente, os rendimentos e as transferências recebidos do resto do mundo e a poupança externa em contrapartida às compras realizadas por residentes de bens e serviços produzidos no exterior e os pagamentos e as transferências pagas aos não residentes. Uma poupança externa (considerada em termos reais) negativa significa que o país teve um saldo negativo com o resto do mundo, no que tange a bens e serviços. No aspecto financeiro, significa um saldo positivo (entraram mais divisas do que saíram). Uma poupança externa positiva revela que entraram mais bens e serviços do que saíram.

Assim, déficit em conta corrente significa que o país absorveu poupança externa no valor equivalente ao excedente de importações sobre as exportações de mercadorias e serviços. (Vasconcelos, 2015).

3.6.9 Risco país (CDS)

Credit Default Swap (CDS), indicador internacional que mede a percepção de risco de crédito soberano do Brasil. Recentemente, o mercado passou a usá-lo como referência em substituição ao *Emerging Market Bond Index* (EMBI) que teve importância até o começo deste século, quando o Brasil ainda era considerado um investimento de risco.

O CDS é um instrumento financeiro relativo a um seguro pago por um investidor se ocorrer calote de algum título soberano brasileiro. (Póvoa, 2021).

O tema do risco país é alvo no Capítulo 2 e é impactado pelas políticas monetária e fiscal, já que a percepção de risco está associada ao controle da dívida pública e à capacidade de crescimento sustentável. Políticas monetárias expansionistas podem elevar o risco país se gerarem percepção de descontrole inflacionário ou de vulnerabilidade externa. Aumento da Selic pode melhorar a percepção de solvência do país com redução do CDS.

4. A POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL E O REFLEXO NAS VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS

O presente capítulo tem como objetivo a apresentação do modelo econométrico de Vetores Autorregressivos. Primeiramente é apresentado os seus fundamentos e após sua aplicação para a determinação das variáveis macroeconômicas determinantes frente às implicações da taxa básica de juros, Selic, que é o principal instrumento da política monetária.

4.1 A METODOLOGIA VAR

Em geral, modelos econômicos são expressos por meio de variáveis. O uso de modelos univariados torna-se obsoleto para a expressão de fenômenos econômicos. Desta forma, o vetor autorregressivo torna-se ideal para estudos de ordem econométrica. Cabe lembrar que para amostras em VAR definem-se restrições entre as equações, as mesmas são importantes para a identificação de parâmetros estruturais que constituem um objetivo fundamental da metodologia. (Bueno, 2018).

De acordo com Ness (2009), o emprego do VAR passou a ter notoriedade após críticas a modelagem macroeconômica, já que nesta não se utilizava variáveis dependentes defasadas e não se considerava a causalidade entre as mesmas. Basicamente o vetor autorregressivo utiliza variáveis de maneira simétrica e sem considerar a dependência em relação a independência das mesmas, porém em aspectos de análise do modelo são uteis para a formulação de amostras com melhor estrutura.

De modo geral, pode-se expressar um modelo autorregressivo de ordem p por um vetor com n variáveis endógenas, X_t , conectadas entre si por meio de uma matriz A , conforme a Equação 1.

$$A X_t = B_0 + \sum_{i=1}^p B_i X_{t-i} + B \varepsilon_t \quad (1)$$

Onde, segundo Bueno (2018), A é uma matriz $n \times n$ que define as restrições contemporâneas entre as variáveis que constituem o vetor $n \times 1$, X_t ; B_0 é um vetor de constantes $n \times 1$; B_i são matrizes $n \times n$; B é uma matriz diagonal $n \times n$ de desvios-padrão; ε_t é um vetor $n \times 1$ de perturbações aleatórias não correlacionadas entre si contemporânea ou temporalmente. Tal

equação expressa as relações entre as variáveis endógenas, que são decorrentes de um modelo econômico teoricamente estruturado. Os choques ε_t são denominados choques estruturais, pois afetam cada uma das variáveis individualmente.

No modelo VAR fundamental, o vetor de dimensão k , $y_t = (y_{1t}, y_{2t}, \dots, y_{kt})'$ é gerado por um processo de ordem p da forma: $y_t = A_0 + A_1 y_{t-1} + \dots + A_p y_{t-p} + \varepsilon_t$ com $t = 1, \dots, T$, sendo que A_0 é um vetor de k interceptos, A_i são matrizes $[k \times k]$ de k^2 coeficientes cada uma (o que significa que devem ser estimados $k + pk^2$ termos) e, por fim, $\varepsilon_t \sim \text{NID}(0, \Sigma)$ onde $E(\varepsilon_t \varepsilon_t') = \Sigma$ é a matriz de variância-covariância que é independente do tempo, positiva-definida e não singular. (Ness, 2009).

Para a estimação de modelos VAR, dois instrumentos são importantes para análise do comportamento e da relação entre as variáveis, são eles: função de resposta impulso e a decomposição da variância. Segundo Ness (2009) na função resposta impulso, esta pode tomar a forma de um vetor de médias móveis, onde variáveis são expressas em termos dos valores passados e correntes dos choques. Já a decomposição de variância, avalia se os movimentos nas variáveis são resultantes dos seus próprios choques ou se são derivados do choque de outra variável, sendo assim torna-se uma ferramenta importante na definição do modelo VAR.

Em alguns casos, variáveis macroeconômicas podem exibir componentes estocásticos, apresentado a série este comportamento pode-se ter erros de especificação. Como solução para eliminar a não estacionariedade, busca-se a diferenciação das mesmas até que se tornem estacionárias, na maioria dos casos é necessário acrescentar apenas uma diferença as variáveis. Por outro lado, mesmo com a existência de raiz unitária em um conjunto de séries de tempo, é possível que se tenha uma combinação linear entre elas que seja estacionária. Este é o princípio da cointegração. A característica de variáveis cointegradas está no fato que sua trajetória no tempo é influenciada pelo desvio do equilíbrio de longo prazo, que, por sua vez, influencia a resposta das variáveis de curto prazo que promovem novamente o equilíbrio do sistema (Ness, 2009).

4.1.1 Aplicação do modelo VAR

Os modelos são derivados dos modelos de equações simultâneas e tem por característica serem suas variáveis endógenas ao modelo, independentes entre si e normalmente distribuídas. Busca-se determinar a existência de uma relação causal e se as variáveis cointegram. Os resultados se darão em um modelo dinâmico, que irá revelar a variância de cada uma das variáveis e seu efeito sobre as demais.

O Quadro 3 a seguir apresenta as séries temporais selecionadas para a estimação do vetor autorregressivo, bem como as fontes e o nome das variáveis. Todas as variáveis são relacionadas à economia interna, com exceção ao título do tesouro americano com maturação de 10 anos, que foi utilizada como proxy da taxa de juros americana definida pelo Federal Reserve (FED).

Quadro 3 - Definição das séries temporais e fonte de dados

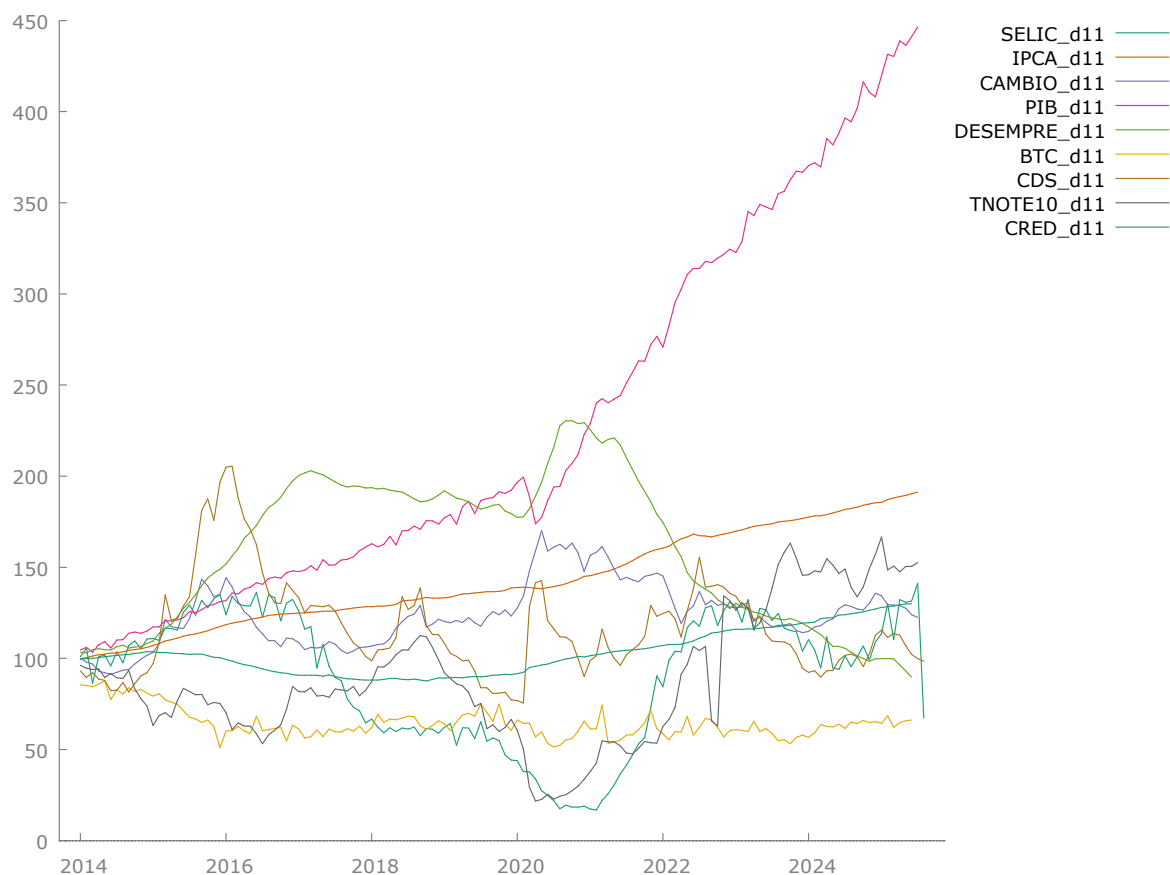
Variável	Série	Descrição e fonte
Taxa Selic	SELIC	Base 100. Fonte: Bacen
Oferta de crédito	CRED	Base 100. Deflacionado ao IPCA. Fonte: Ipeadata.
Taxa de juros EUA 10y	TNOTE10	Base 100. Fonte: Ipeadata
Inflação	IPCA	Base 100. Fonte: Ipeadata
Produto	PIB	Base 100. Deflacionado ao IPCA. Fonte: Bacen
Câmbio	CAMBIO	Base 100. Deflacionado ao IPCA. Fonte: Bacen
Desemprego	DESEMPRE	Base 100. Fonte: IBGE.
Transações correntes	BTC	Base 100. Deflacionado ao IPCA. Fonte: Bacen
Risco país	CDS	Base 100. Fonte. Investing.com

Fonte: elaborado pelo autor (2025)

Os dados foram coletados junto ao IBGE, Bacen, Ipeadata, com periodicidade mensal, exceto a variável Risco país (CDS) coletada no sítio Investing.com com periodicidade diária e calculada a média mensal, entre os períodos de janeiro de 2014 a agosto de 2025. Todas as variáveis foram transformadas em índice com base 01/2014 = 100. As variáveis oferta de crédito (CRED), produto (PIB), câmbio (CAMBIO), e transações correntes (BTC) foram deflacionadas através do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA-15) ao período de junho de 2025. Após os tratamentos o modelo foi estimado através do software econométrico *gretl*.

A Figura 9 apresenta as curvas das variáveis após o tratamento acima citado.

Figura 9 – Curvas das séries temporais após o tratamento de dados



Fonte: elaborado pelo autor com dados obtidos pelo software Gretl (2025)

4.1.2 Teste de raiz unitária (estacionariedade)

Séries temporais tendem a ser não estacionárias, pelo fato de apresentarem ciclos, tendências e sazonalidades. Por isso, é necessário aplicar testes de raiz unitária para identificar a ordem de integração $I(d)$ de uma série. A presença de raiz unitária indica uma situação de não estacionariedade.

Os principais testes convencionais de raiz unitária são Dickey-Fuller Aumentado (ADF), Phillips-Perron (PP) e Kwiatkowski, Phillips, Schmidt e Shin (KPSS). Os testes ADF e PP avaliam a hipótese nula de presença de raiz unitária, o que significa que a série é considerada não estacionária se os valores críticos estiverem dentro do campo de aceitação. Por outro lado, o teste KPSS tem como hipótese nula que a série temporal é estacionária em torno de uma tendência determinística (sazonalidade), enquanto a presença de raiz unitária é a hipótese alternativa.

Conforme demonstra o Quadro 4, todas variáveis são estacionárias a partir da primeira ordem de integração. Embora os testes de ADF e KPSS demonstrem diferentes ordens de integração para a variável CDS foi considerado como critério de desempate os resultados do teste ADF.

Quadro 4 - Testes de raiz unitária

Variável	Teste ADF Dickey Fuller		Teste KPSS	
SELIC	-3,71; -3,67; -3,49	I (2)	Aceita a 10, 5 e 1%	I (1)
TNOTE10	-9,69; -9,69; -9,79	I (1)	Aceita a 10, 5 e 1%	I (1)
IPCA	-7,30; -7,28; -7,25	I (2)	Aceita a 10, 5 e 1%	I (1)
PIB	-1,95; -5,75; -6,61	I (1)	Aceita a 10, 5 e 1%	I (2)
CAMBIO	-9,38; -9,35; -9,37	I (1)	Aceita a 10, 5 e 1%	I (1)
DESEMPREGO	-3,37; -3,36; -3,96	I (1)	Aceita a 10, 5 e 1%	I (2)
BTC	-11,99; -11,98; -12,09	I (1)	Aceita a 10, 5 e 1%	I (1)
CDS	-9,71; -9,68; -9,67	I (1)	Aceita a 10, 5 e 1%	I (0)
CRED	-10,17; -10,13; -10,09	I (2)	Aceita a 10, 5 e 1%	I (2)
Valores críticos		Sem intercepto e tendência	Com intercepto e sem tendência	Com intercepto e tendência
ADF		-1,95	-2,88	-3,43
KPSS (10%, 5%, 1%)		0,349	0,462	0,737

Fonte: elaborado pelo autor com dados obtidos pelo software Gretl (2025)

Legenda: I(0): estacionária em nível; I(1 e 2): estacionária em primeira e segunda diferença.

4.1.3 Ordem de cointegração

O teste de cointegração pressupõe que as variáveis individualmente sejam não estacionárias, porém os resíduos da regressão de cointegração deverão ser estacionários. Além de que as variáveis tenham seus resíduos significativos.

O teste de cointegração foi aplicado conforme a metodologia de Engle e Granger (1987). O vetor de cointegração ficou da forma como demonstrado no Quadro 5.

Quadro 5 - Teste de cointegração

Variável dependente: TNOTE10				
Variável	Coefficiente	Erro padrão	Razão-t	P valor
Constante	798,770	96,8710	8,246	1,63e-013 ***
CRED	-2,55308	0,542649	-4,705	6,45e-06 ***
SELIC	-0,404332	0,107153	-3,773	0,0002 ***
IPCA	-3,43579	0,705123	-4,873	3,17e-06 ***
CAMBIO	-1,20777	0,208304	-5,798	4,88e-08 ***
PIB	1,37138	0,210604	6,512	1,51e-09 ***
DESEMPRE	-0,522922	0,0863097	-6,059	1,40e-08 ***
BTC	-0,968760	0,271891	-3,563	0,0005 ***
CDS	0,557743	0,111246	5,014	1,73e-06 ***

Fonte: elaborado pelo autor com dados obtidos pelo software Gretl (2025)

Legenda: Referente ao período 2014:1 a 2025:06. (*), (**) e (***) denotam significância de 10%, 5% e 1%, respectivamente.

4.2.3 Seleção de defasagens

Foi também estimado teste para determinação do número ótimo de defasagens. Embora os testes de Akaike (AIC) e Hannan-Quinn indiquem a seleção de 12 defasagens, o modelo foi estimado com uma defasagem, conforme o teste Bayesiano de Schwartz (BIC).

O Quadro 6 apresenta a tabela com as defasagens para o modelo com um * (asterisco) ao lado de cada valor que indica a ordem de defasagem.

Quadro 6 - Seleção de defasagens para o modelo

Sistema VAR, máximo grau de defasagem 12					
Os asteriscos abaixo indicam os melhores (isto é, os mínimos) valores dos respectivos critérios de informação. AIC = critério de Akaike, BIC = critério Bayesiano de Schwarz, e HQC = critério de Hannan-Quinn.					
defas.	log.L	p(LR)	AIC	BIC	HQC
1	-2664,18855		43,717279	45,743194*	44,540345
2	-2532,04578	0,00000	42,905489	46,754728	44,469314
3	-2453,31629	0,00000	42,941528	48,614092	45,246113
4	-2378,96882	0,00000	43,047124	50,543012	46,092468
5	-2282,34196	0,00000	42,799079	52,118291	46,585183
6	-2182,69642	0,00000	42,503118	53,645654	47,029981
7	-2073,81401	0,00000	42,060540	55,026400	47,328163
8	-1934,85394	0,00000	41,140539	55,929723	47,148921
9	-1812,88796	0,00000	40,490285	57,102793	47,239427
10	-1640,80183	0,00000	39,044473	57,480306	46,534374
11	-1376,28179	0,00000	36,131457	56,390613	44,362117
12	-981,24823	0,00000	31,146797*	53,229278	40,118217*

Fonte: elaborado pelo autor com dados obtidos pelo software Gretl (2025)

4.2.4 Estimação do modelo VAR

O VAR é estimado com as variáveis em estado estacionário. O critério para definir o melhor modelo será testar o número de defasagens a partir da estatística Qui-quadrado. A Tabela 1 descreve o critério de seleção do modelo VAR. O teste Qui-quadrado com 81 graus de liberdade, obteve-se o resultado de 105,562 a um nível de significância de 95%. Como observa-se a seguir o valor crítico calculado foi de 103,01, assim com a proximidade da comparação entre os citados valores, aceita-se a hipótese nula para que a maior defasagem para o modelo é 5.

Tabela 1 - Teste para maior defasagem VAR

Hipótese nula: a maior defasagem é 4
Hipótese alternativa: a maior defasagem é 5
Teste de razão de verossimilhança: Qui-quadrado(81) = 105,562 [0,0348]
Comparação dos critérios de informação:
Ordem de defasagem 5: AIC = 44,6848, BIC = 53,7713, HQC = 48,3771
Ordem de defasagem 4: AIC = 44,2540, BIC = 51,5627, HQC = 47,2239

Fonte: Elaborado pelo autor com os dados obtidos pelo software Gretl (2025)

4.2.5 Equações do sistema VAR

O Modelo será composto por nove equações conforme se observa abaixo;

Tabela 2 - Equação 1: TNOTE10

	Coeficiente	Erro Padrão	razão-t	p-valor	
Const	-0,717302	1,71239	-0,4189	0,6764	
d_TNOTE10_d11_4	-0,226715	0,107470	-2,110	0,0378	**
d_d_IPCA_d11_4	-9,51856	3,05529	-3,115	0,0025	***
d_PIB_d11_4	0,505288	0,279673	1,807	0,0743	*
d_DESEMPRE_d11_1	-0,995808	0,549947	-1,811	0,0737	*

Fonte: Elaborado pelo autor com os dados obtidos pelo software Gretl (2025)

Na Equação 1 observa-se que a defasagem significativa para a variável dependente é a quarta. O IPCA e o PIB também utilizam a quarta defasagem. A variável DESEMPRE utiliza a primeira defasagem. Assim podemos observar o impacto dos choques sobre a variável dependente que é o proxy da taxa de juros americana, TNOTE10.

Tabela 3 - Equação 2: CRED

	Coeficiente	Erro Padrão	razão-t	p-valor	
const	-0,0731178	0,0908579	-0,8047	0,4232	
d_d_CRED_d11_1	-0,762108	0,151159	-5,042	<0,0001	***
d_d_CRED_d11_2	-0,530850	0,197991	-2,681	0,0088	***
d_PIB_d11_2	0,0336238	0,0152962	2,198	0,0307	**
d_DESEMPRE_d11_1	0,0509634	0,0291796	1,747	0,0843	*

Fonte: Elaborado pelo autor com os dados obtidos pelo software Gretl (2025)

Na Equação 2 observa-se que o maior número de defasagens significativas, são referentes ao CRED, que alcançam até a segunda defasagem. Já o PIB utiliza a segunda e, o DESEMPRE a primeira defasagem. Assim podemos observar o impacto dos choques sobre a variável dependente que é o CRED.

Tabela 4 - Equação 3: SELIC

	Coefficiente	Erro Padrão	razão-t	p-valor	
const	-1,00395	1,11467	-0,9007	0,3703	
d_TNOTE10_d11_1	0,229062	0,0726510	3,153	0,0022	***
d_d_SELIC_d11_1	-1,58441	0,113020	-14,02	<0,0001	***
d_d_SELIC_d11_2	-1,43240	0,194464	-7,366	<0,0001	***
d_d_SELIC_d11_3	-0,756869	0,219321	-3,451	0,0009	***
d_d_SELIC_d11_4	-0,403893	0,180869	-2,233	0,0282	**
d_d_SELIC_d11_5	-0,173418	0,0998111	-1,737	0,0859	*
d_d_IPCA_d11_4	3,81788	1,98882	1,920	0,0583	*
d_d_IPCA_d11_5	4,25886	1,95430	2,179	0,0321	**
d_PIB_d11_4	0,308103	0,182051	1,692	0,0942	*
d_DESEMPRE_d11_2	0,685008	0,406864	1,684	0,0959	*
d_DESEMPRE_d11_3	-0,806812	0,423252	-1,906	0,0600	*
d_BTC_d11_1	0,315008	0,152739	2,062	0,0422	**

Fonte: Elaborado pelo autor com os dados obtidos pelo software Gretl (2025)

Na Equação 3 observa-se que o maior número de defasagens significativas são referentes a SELIC, que alcançam até a quinta defasagem. O TNOTE10 utiliza a primeira, o IPCA a quarta e quinta, o PIB a quarta defasagem, o DESEMPRE a segunda e a terceira e, por fim, o BTC com a primeira defasagem. Assim podemos observar o impacto dos choques sobre a variável dependente que é a SELIC.

Tabela 5 - Equação 4: IPCA

	Coefficiente	Erro Padrão	razão-t	p-valor	
const	0,0374229	0,0903695	0,4141	0,6798	
d_d_CRED_d11_5	-0,247140	0,145028	-1,704	0,0920	*
d_d_IPCA_d11_1	-0,591460	0,140880	-4,198	<0,0001	***
d_d_IPCA_d11_3	-0,389009	0,170038	-2,288	0,0246	**
d_d_IPCA_d11_5	-0,379188	0,158441	-2,393	0,0189	**
d_PIB_d11_2	-0,0304642	0,0152140	-2,002	0,0484	**
d_DESEMPRE_d11_1	-0,104512	0,0290228	-3,601	0,0005	***
d_DESEMPRE_d11_2	0,0556240	0,0329856	1,686	0,0954	*

Fonte: Elaborado pelo autor com os dados obtidos pelo software Gretl (2025)

Na Equação 4, a respeito da variável dependente IPCA, observa-se que o maior número de defasagens significativas, são referentes ao IPCA, que utiliza a primeira, terceira e quinta defasagens. O CRED utiliza a quinta defasagem, o PIB a segunda defasagem e, o DESEMPRE até a segunda defasagem.

Tabela 6 - Equação 5: CAMBIO

	Coefficiente	Erro Padrão	razão-t	p-valor	
const	0,911510	0,922376	0,9882	0,3258	
d_d_CRED_d11_4	3,64796	2,03446	1,793	0,0765	*
d_d_CRED_d11_5	3,23962	1,48026	2,189	0,0314	**
d_d_IPCA_d11_3	4,22841	1,73553	2,436	0,0169	**
d_d_IPCA_d11_5	3,04183	1,61716	1,881	0,0634	*
d_CAMBIO_d11_5	0,402983	0,177033	2,276	0,0253	**
d_CDS_d11_1	0,167173	0,0881779	1,896	0,0614	*

Fonte: Elaborado pelo autor com os dados obtidos pelo software Gretl (2025)

Na Equação 5 observa-se que o maior número de defasagens significativas, são referentes ao CRED e IPCA, que utilizam a quarta e quinta defasagens e, terceira e quinta defasagens respectivamente. O CAMBIO utiliza a quinta defasagem e o CDS a primeira defasagem. Assim podemos observar o impacto dos choques sobre a variável dependente que é o CAMBIO.

Tabela 7 - Equação 6: PIB

	Coefficiente	Erro Padrão	razão-t	p-valor	
const	1,26912	0,726492	1,747	0,0843	*
d_TNOTE10_d11_5	-0,0791352	0,0466350	-1,697	0,0934	*
d_d_CRED_d11_1	-2,40486	1,20866	-1,990	0,0498	**
d_d_CRED_d11_4	2,70740	1,60240	1,690	0,0948	*
d_d_SELIC_d11_1	-0,392478	0,0736614	-5,328	<0,0001	***
d_d_SELIC_d11_2	-0,379811	0,126743	-2,997	0,0036	***
d_d_IPCA_d11_4	3,35608	1,29622	2,589	0,0113	**
d_CAMBIO_d11_4	0,269093	0,134293	2,004	0,0483	**
d_PIB_d11_1	0,288403	0,123522	2,335	0,0219	**
d_PIB_d11_2	-0,333283	0,122307	-2,725	0,0078	***
d_PIB_d11_3	0,384579	0,121918	3,154	0,0022	***
d_BTC_d11_1	0,188982	0,0995483	1,898	0,0610	*

Fonte: Elaborado pelo autor com os dados obtidos pelo software Gretl (2025)

Na Equação 6 observa-se que o maior número de defasagens significativas, são referentes ao PIB, que utiliza até a terceira defasagem, o CRED, a primeira e quarta defasagens, a SELIC até a segunda defasagem, TNOTE10 a quinta defasagem, o IPCA a quarta defasagem, o CAMBIO a quarta defasagem e o BTC a primeira defasagem. Assim podemos observar o impacto dos choques sobre a variável dependente que é o PIB.

Tabela 8 - Equação 7: DESEMPRE

	Coefficiente	Erro Padrão	razão-t	p-valor	
const	0,366064	0,345440	1,060	0,2923	
d_d_CRED_d11_3	-1,46456	0,817173	-1,792	0,0767	*
d_d_CRED_d11_4	-1,40296	0,761927	-1,841	0,0691	*
d_d_IPCA_d11_2	-1,35747	0,624799	-2,173	0,0326	**
d_d_IPCA_d11_3	-1,11783	0,649974	-1,720	0,0891	*
d_d_IPCA_d11_4	-1,49103	0,616341	-2,419	0,0177	**
d_CAMBIO_d11_1	0,179843	0,0680980	2,641	0,0098	***
d_DESEMPRE_d11_1	0,690643	0,110940	6,225	<0,0001	***
d_DESEMPRE_d11_4	0,319587	0,129962	2,459	0,0160	**

Fonte: Elaborado pelo autor com os dados obtidos pelo software Gretl (2025)

Na Equação 7, referente a variável dependente DESEMPRE, observa-se que o maior número de defasagens significativas, são referentes ao IPCA, que se utiliza da segunda até a quarta defasagens. O CRED utiliza a terceira e quarta, o CAMBIO a primeira defasagem e o DESEMPRE, a primeira e quarta defasagens.

Tabela 9 - Equação 8: BTC

	Coefficiente	Erro Padrão	razão-t	p-valor	
const	-0,614051	0,810467	-0,7577	0,4508	
d_d_IPCA_d11_4	2,78848	1,44605	1,928	0,0572	*
d_PIB_d11_4	-0,265749	0,132368	-2,008	0,0479	**
d_BTC_d11_1	-0,600570	0,111055	-5,408	<0,0001	***
d_BTC_d11_2	-0,379741	0,131381	-2,890	0,0049	***

Fonte: Elaborado pelo autor com os dados obtidos pelo software Gretl (2025)

Na Equação 8 observa-se que as defasagens significativas para a variável dependente são a primeira e a segunda. Já o IPCA utiliza a quarta defasagem e o PIB também a quarta. Assim podemos observar o impacto dos choques sobre a variável dependente balanço de transações correntes, BTC.

Tabela 10 - Equação 9: CDS

	Coefficiente	Erro Padrão	razão-t	p-valor	
const	-0,729278	1,91619	-0,3806	0,7045	
d_d_IPCA_d11_3	6,29209	3,60548	1,745	0,0846	*
d_PIB_d11_2	0,594759	0,322597	1,844	0,0687	*
d_DESEMPRE_d11_2	-1,20335	0,699425	-1,720	0,0890	*

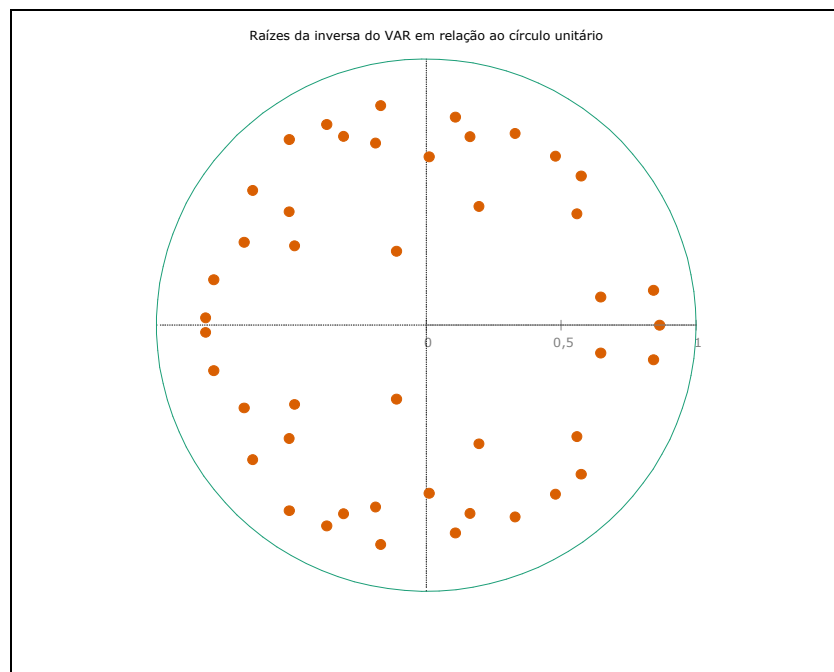
Fonte: Elaborado pelo autor com os dados obtidos pelo software Gretl (2025)

Na Equação 9 observa-se que o IPCA tem a sua terceira defasagem como a mais significativa, o PIB a segunda e, o DESEMPRE também a segunda defasagem. Desta forma podemos observar os impactos dos choques sobre a variável dependente que é o *credit default swap*, CDS.

4.2.4 Determinação da inversa das raízes

Verifica-se na Figura 10, a inversa das raízes do VAR em relação ao círculo unitário.

Figura 10: Raízes da inversa do VAR em relação ao círculo unitário



Fonte: Elaborado pelo autor com os dados obtidos pelo software Gretl (2025)

Neste teste é verificada a estacionariedade das variáveis. Sendo assim, comprova-se a estacionariedade das mesmas, já que as raízes inversas (pontos) se encontram dentro do círculo. Com as raízes dentro do círculo haverá estabilidade do modelo.

4.3 DECOMPOSIÇÃO DA VARIÂNCIA E IMPULSO RESPOSTA AOS CHOQUES DA TAXA DE JUROS

Com base no modelo em questão, o qual levou em consideração a teoria econômica vigente, bem como suas relações de causalidade, estimou-se os impactos recebidos no erro de previsão da variância para o período.

4.3.1 Decomposição da variância

A decomposição da variância consiste em um método para se fazer a previsão dos valores futuros, além de analisar os resultados do modelo que, segundo Bueno (2018), corresponde a variação percentual da variância do erro de previsão que é decorrente das variáveis endógenas do modelo.

De tal modo, decompor a variância auxilia a explicar quanto dos erros de previsão é explicado por cada variável em análise, ao informar a proporção dos movimentos nas variáveis dependentes oriundos de seus próprios choques, contra choques nas demais variáveis.

4.3.1.1 Análise da decomposição da variância para a selic

O Quadro 7 apresenta a decomposição da variância para a Selic.

Quadro 7 - Decomposição da variância para a Selic

período	erro padrão	TNOTE10	CRED	SELIC	IPCA	CAMBIO	PIB	DESEMPRE	BTC	CDS
1	4,63372	0,0000	0,0000	100,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000	0,0000
24	12,9361	6,4236	3,0748	71,1410	4,4408	4,6552	1,1839	3,6687	5,0385	0,3735

Fonte: Elaborado pelo autor com os dados obtidos pelo software Gretl (2025)

Conforme demonstra o Quadro 7, a decomposição da variância da taxa básica de juros evidencia a parcela da volatilidade da variável que é explicada por choques nas demais variáveis do modelo ao longo do tempo. Após 24 meses, a própria Selic responde por cerca de 71,14% de sua variância, e indica que aproximadamente 28,86% da dinâmica da taxa passa a ser atribuída a choques externos ou à evolução das outras variáveis macroeconômicas incluídas no modelo.

Entre os fatores exógenos relevantes, destaca-se o rendimento dos títulos americanos de dez anos (TNOTE10), que explica por aproximadamente 6,42% da variância da Selic aos 24 meses. Esse resultado sugere que as decisões de política monetária no Brasil são sensíveis às condições de taxas internacionais, em particular via arbitragem de portfólios e movimentos de capital.

Importante notar que o balanço de transações correntes (BTC) explica em cerca de 5,04% da variação da Selic aos 24 meses. Esse resultado indica que choques na taxa de juros têm implicações relevantes sobre o saldo externo, isto é, sobre o comércio exterior e o fluxo de capitais, de modo que a política monetária funciona também por meio de canais que alteram a atratividade da economia para investidores estrangeiros e, conseqüentemente, a balança de pagamentos.

Em seguida, o câmbio e o índice de preços ao consumidor (IPCA) apresentam contribuições semelhantes, em torno de 4,66% e 4,44%, respectivamente, o que corrobora que a taxa de juros doméstica reage tanto a pressões de preços internas quanto a choques externos que afetam a competitividade e os preços de importados.

As variáveis relacionadas ao mercado interno exibem explicações compatíveis com os canais reais de transmissão. O desemprego com 3,67% e o crédito com 3,07% apontam para efeitos da Selic sobre o custo do financiamento, atividade econômica e mercado de trabalho. O PIB explica em menor escala, 1,18%, e sugere que os efeitos são mais diluídos. Por fim, o CDS, *proxy* de risco-país, apresenta contribuição reduzida na casa de 0,37%, indica que a política monetária exerce, no período analisado, um impacto moderado sobre a percepção de risco associado à economia brasileira.

Para o período de janeiro de 2014 a junho de 2025, a decomposição da variância indica que a política monetária brasileira possui eficácia moderada. A Selic influencia de forma perceptível o câmbio, a inflação, o crédito e o balanço de transações correntes, mas sua atuação está substancialmente condicionada pelo ambiente externo, notadamente pelas taxas internacionais. Percebe-se que a formulação da taxa Selic tem na sua conta a interação entre fatores domésticos e externos que proporcionará maior ou menor eficácia no controle da inflação e na estabilização macroeconômica.

4.3.2 Impulso resposta

A presente seção busca analisar os resultados obtidos através do modelo estimado, por meio da interpretação das funções de impulso-resposta.

As funções de impulso-resposta mostram a sensibilidade das diversas variáveis diante de um choque de um desvio-padrão em uma variável específica. A partir de um estado de repouso, os gráficos das funções de impulso resposta demonstram a trajetória de uma variável em resposta a um choque proporcionado por outra variável. Neste sentido, verifica-se a duração que o choque em uma variável leva para se propagar pelo tempo, e se o choque representa um efeito positivo ou negativo.

No presente trabalho, foi enfatizado o comportamento das variáveis do modelo sob um choque na política monetária. Neste caso, objetiva-se verificar o comportamento dos indicadores macroeconômicos às variações na taxa Selic.

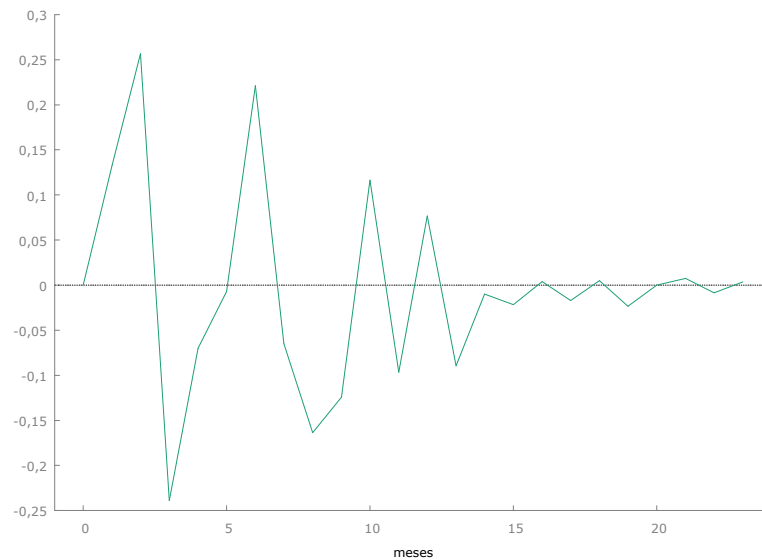
4.3.2.1 Resposta do câmbio a um choque na Selic

A Figura 11 apresenta a resposta da variação da taxa de câmbio a um choque positivo na Selic, e evidencia um impacto inicial positivo, com apreciação cambial no segundo mês, conforme o canal de transmissão da política monetária via taxa de juros. Observa-se que o impulso da Selic repercute no câmbio com amplitudes que variam entre, aproximadamente, +0,25 e -0,20 pontos percentuais. Essa oscilação demonstra a sensibilidade moderada da taxa de câmbio a choques de política monetária, e sugere que, embora a resposta inicial seja perceptível, sua intensidade é limitada e de curta duração.

A dinâmica temporal mostra que a resposta mais intensa ocorre no segundo mês, seguida de flutuações até cerca do 15º mês, quando o câmbio tende à estabilização. Essa trajetória confirma que, após o impacto inicial, o mercado cambial ajusta-se gradualmente à nova estrutura de juros.

A elevação da taxa Selic gera uma valorização cambial de curto prazo, conforme o canal tradicional da taxa de juros, mas esse efeito se dissipa gradualmente devido à dinâmica do regime de câmbio flutuante vigente no Brasil desde 1999, no qual o valor do real é determinado pela interação entre oferta e demanda no mercado de divisas. Nesse contexto, os fluxos de capitais atraídos por juros mais altos tendem a se reverter à medida que o mercado reavalia as condições externas, o risco fiscal e as expectativas macroeconômicas, e reduzem a influência da política monetária doméstica. Assim, o modelo confirma que a taxa Selic possui poder limitado e temporário na determinação do câmbio, especialmente quando comparada a variáveis externas como o Treasury de 10 anos e o CDS soberano, que refletem com maior intensidade o grau de confiança dos investidores na economia brasileira.

Figura 11 - Resposta de câmbio a um choque em Selic



Fonte: Elaborado pelo autor com os dados obtidos pelo software Gretl (2025)

4.3.2.2 Resposta de PIB a um choque na Selic

A Figura 12 apresenta a resposta da variação do PIB a um choque positivo na taxa Selic. Observa-se um impacto inicial negativo acentuado, ao atingir aproximadamente 1,7 ponto percentual no primeiro mês após o choque. Esse resultado reflete o canal de transmissão da política monetária via demanda agregada, no qual o aumento da taxa de juros encarece o crédito, reduz o consumo e o investimento, e, conseqüentemente, desacelera a atividade econômica.

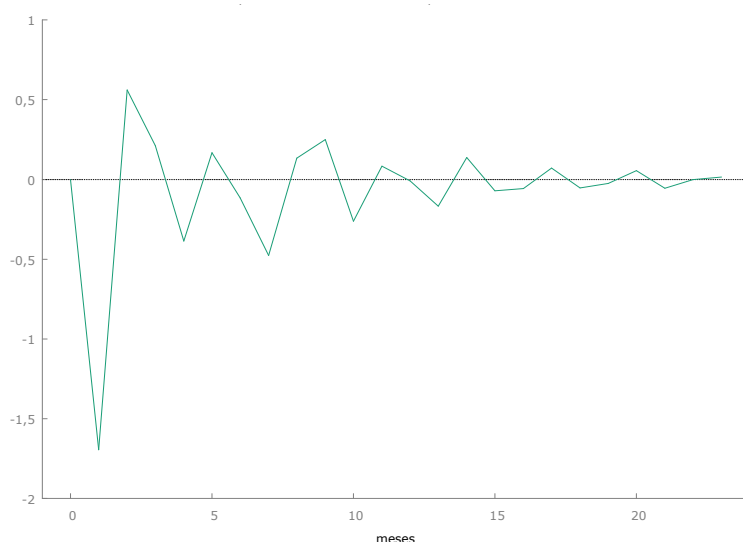
Nos meses seguintes, a trajetória mostra uma reação oscilante, com pequenas recuperações positivas entre o terceiro e o oitavo mês, seguidas de um movimento de estabilização em torno do zero a partir do décimo mês. Essa dinâmica sugere que o efeito contracionista da política monetária é intenso, porém transitório, e indica que o PIB responde de forma rápida e sensível aos ajustes da taxa básica de juros, mas tende a se reequilibrar no médio prazo.

A amplitude das variações entre cerca de $-1,7$ e $+0,6$ pontos percentuais, demonstra que o impulso da Selic exerce influência significativa, mas de curta duração, sobre o produto. Essa evidência é compatível com a literatura empírica, segundo a qual os efeitos da política monetária sobre a atividade real ocorrem com defasagens curtas, devido à rigidez dos preços e à velocidade de ajuste dos agentes econômicos. (Carvalho *et. al.*, 2015).

A resposta do PIB denota a capacidade da política monetária em determinar as variações na atividade econômica.

Assim, o modelo confirma que um impacto contracionista da Selic sobre o PIB é relevante no curto prazo, mas tende a se dissipar à medida que o sistema econômico absorve o choque inicial enquanto os preços e salários se reajustam.

Figura 12 - Resposta de PIB a um choque em Selic



Fonte: Elaborado pelo autor com os dados obtidos pelo software Gretl (2025)

4.3.2.3 Resposta de desemprego a um choque na Selic

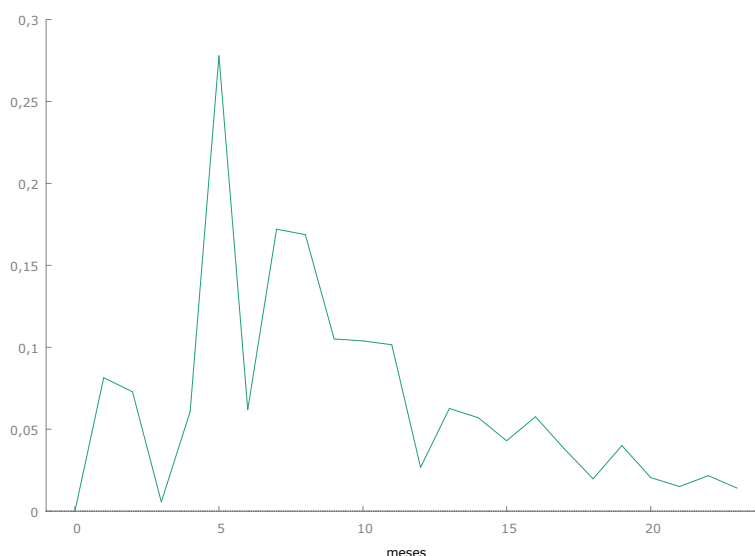
A Figura 13 apresenta a resposta da taxa de desemprego a um choque positivo na taxa Selic que revela uma reação inicial ascendente, com pico próximo de 0,27 ponto percentual entre o quarto e o quinto mês após o impulso monetário. Essa resposta positiva indica que o aumento da taxa básica de juros eleva o custo do crédito e reduz o ritmo de crescimento da economia, e impacta negativamente o mercado de trabalho por meio do canal da demanda agregada, o mesmo que influencia o PIB.

Ao longo dos meses seguintes, a curva demonstra uma tendência de desaceleração gradual, com oscilações cada vez menores até estabilizar-se em torno de zero após o vigésimo mês. Essa trajetória evidencia que o efeito contracionista da política monetária sobre o desemprego é relevante no curto prazo, mas transitório e reflete a defasagem natural entre a atividade econômica e o mercado de trabalho. O desemprego tende a responder com algum atraso à política monetária, mas o impacto tende a se dissipar conforme o ciclo econômico se ajusta. Isso sugere que a política monetária afeta o nível de emprego de maneira indireta e

defasada, principalmente via retração do produto e da renda, o que reduz a demanda por trabalho.

Assim, o modelo evidencia que um choque de política monetária contracionista via elevação da Selic tende a elevar o desemprego de forma temporária, sendo esse efeito absorvido gradualmente à medida que o sistema econômico ajusta expectativas, preços e níveis de atividade.

Figura 13 - Resposta de desemprego a um choque em Selic



Fonte: Elaborado pelo autor com os dados obtidos pelo software Gretl (2025)

4.3.2.4 Resposta de rendimento do título público norte-americano de 10 anos a um choque na Selic

A relação entre as taxas de juros americana e a Selic se dá pelo diferencial de uma para outra. A Figura 14 apresenta a resposta da variação do rendimento do *treasury* norte-americano de 10 anos a um choque positivo na taxa Selic, e revela uma oscilação acentuada nos primeiros meses, com amplitudes entre -1,0 e +0,6 ponto percentual.

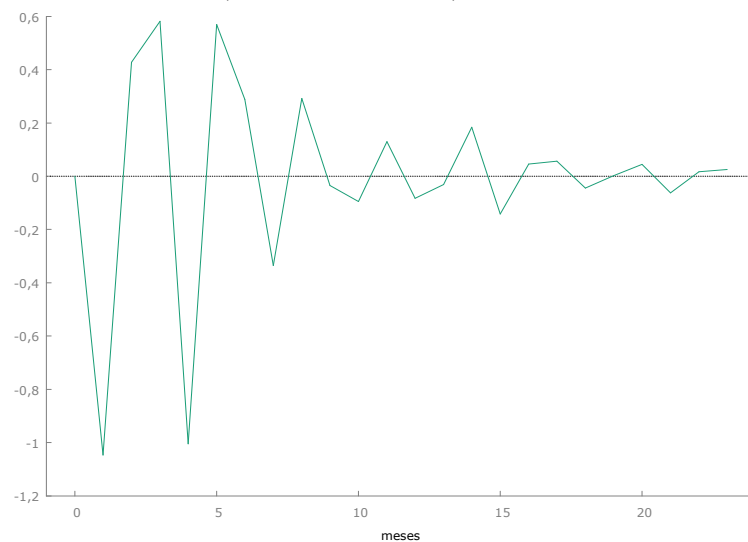
Para atrair fluxo de capital estrangeiro e segurar a taxa de câmbio, as autoridades monetárias brasileiras aumentam o prêmio de risco, que por sua vez atrai investimento e provoca uma apreciação no câmbio. Entretanto, se por um lado a apreciação cambial beneficia a conta de serviços, uma apreciação pode penalizar a balança comercial, pois desestimula as exportações e viabiliza as importações.

A magnitude dessas oscilações reflete pequenas variações relativas em resposta a mudanças na taxa Selic, e reforça a falta de sensibilidade estrutural do *treasury* frente à política monetária brasileira.

Esse comportamento é coerente com a estrutura hierárquica do sistema financeiro internacional, na qual o *treasury* de 10 anos atua como ativo de referência global, sendo causa e não consequência das flutuações nas economias emergentes, de modo que o resultado indica que os movimentos na Selic não alteram o rendimento dos títulos norte-americanos.

É a trajetória da política monetária dos Estados Unidos que influencia de forma mais estrutural a economia brasileira.

Figura 14 - Resposta de título norte-americano a um choque em Selic



Fonte: Elaborado pelo autor com os dados obtidos pelo software Gretl (2025)

4.3.2.5 Resposta de *credit default swap* a um choque na Selic

A Figura 15 apresenta a resposta da variação do *credit default swap* (CDS) a um choque positivo na taxa Selic, e evidencia oscilações expressivas nos primeiros meses e amplitude máxima próxima de +0,9 ponto percentual, o que indica uma sensibilidade inicial significativa do risco soberano brasileiro à política monetária doméstica. Nos períodos subsequentes, o CDS alterna brevemente entre valores positivos e negativos, sinaliza ajustes de expectativas e estabiliza-se após cerca de 12 meses.

O pico observado logo após o segundo mês sugere que uma elevação da Selic tende, no curto prazo, a reduzir a aversão dos investidores, uma vez que o aumento dos juros eleva o

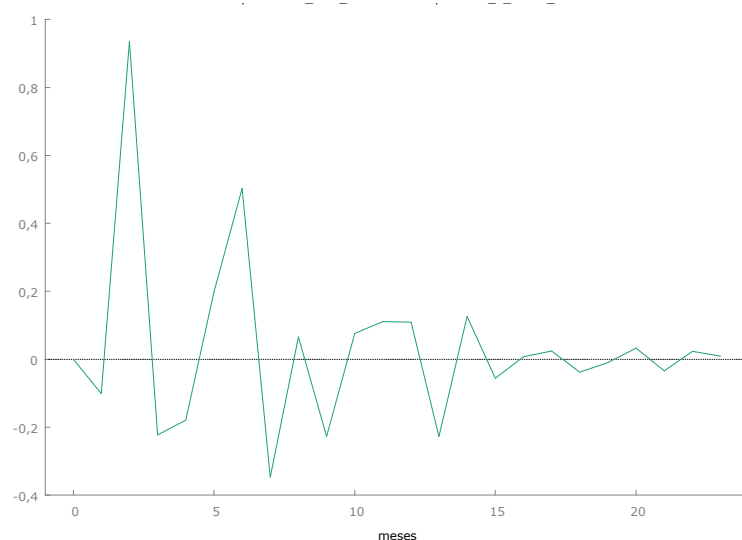
retorno dos títulos públicos, e amplia a atratividade do mercado doméstico. Contudo, o movimento subsequente de instabilidade reflete a reavaliação dos fundamentos fiscais e do ambiente macroeconômico, fatores que influenciam de forma mais estrutural o comportamento do CDS.

Esse resultado reforça que, embora a política monetária exerça algum efeito de curto prazo sobre a percepção de risco, o componente fiscal e o ambiente internacional continuam sendo os principais determinantes do prêmio de risco brasileiro.

O caráter transitório da resposta do CDS à política monetária está alinhado ao fato de que, em economias emergentes, os movimentos na taxa básica de juros afetam o risco soberano apenas de modo indireto e temporário, principalmente por meio de expectativas sobre sustentabilidade da dívida pública e credibilidade fiscal. Quando o aumento da Selic é interpretado como resposta a pressões inflacionárias persistentes ou a desequilíbrios fiscais, o CDS pode reagir de forma volátil, e reflete a percepção de risco fiscal elevado, mesmo diante de um aperto monetário.

O modelo evidencia que choques na Selic produzem efeitos limitados e não persistentes sobre o CDS, sendo a coordenação entre política monetária e política fiscal determinante para estabilizar a percepção de risco. O comportamento observado indica que o prêmio de risco soberano brasileiro responde mais a fatores externos e fiscais do que à condução isolada da política monetária, o que reforça o papel das expectativas de solvência e credibilidade macroeconômica na determinação do custo de financiamento do país.

Figura 15 - Resposta de *credit default swap* a um choque em Selic



Fonte: Elaborado pelo autor com os dados obtidos pelo software Gretl (2025)

4.3.2.6 Resposta de Selic a um choque na Selic

A resposta da variação da Selic a um choque positivo em si mesma, evidencia o comportamento autorregressivo dessa variável de política monetária. Observa-se que, logo após o choque inicial, a taxa Selic exibe uma oscilação, com uma queda acentuada próxima a 7 pontos percentuais negativos, seguida de um movimento de correção positiva que atinge cerca de 5 pontos percentuais. Essa alternância de sinais indica um ajuste dinâmico interno da taxa de juros ao seu próprio impulso, e reflete o processo de estabilização típico das variáveis que possuem alta inércia e autocorrelação no contexto de modelos VAR.

As amplitudes de resposta sugerem que o impacto de um choque na própria Selic é intenso nos primeiros meses, mas tende a se dissipar gradualmente ao longo do tempo. A partir do oitavo mês, as oscilações tornam-se menores e a série converge para a linha de equilíbrio, próximo de zero, que indica reversão das flutuações iniciais e o retorno à trajetória de longo prazo.

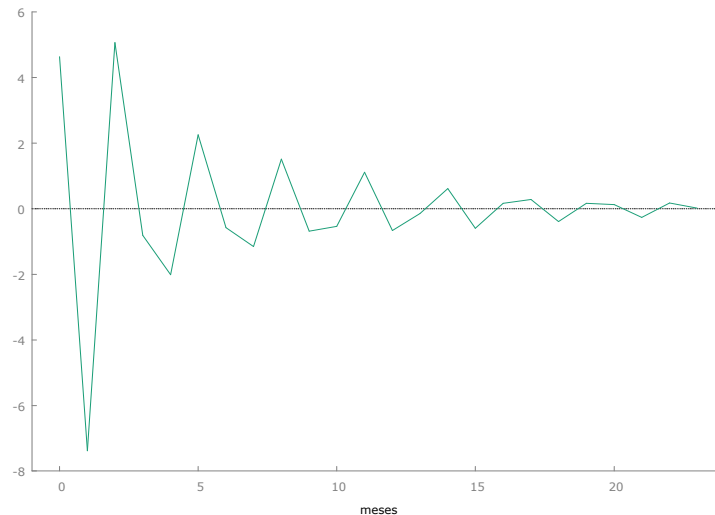
Essa trajetória é coerente com o comportamento esperado de uma variável de política monetária sob controle do Banco Central. A autoridade monetária ajusta a taxa de juros conforme as condições macroeconômicas, inflação, atividade e expectativas, o que faz com que choques temporários na própria Selic não se perpetuem, mas se reacomodem por meio da condução da política monetária.

A decomposição da variância associada a esse resultado confirma a predominância da própria Selic na explicação de sua variabilidade. Conforme observado nos resultados do modelo, a maior parte do erro de previsão da Selic é explicada por choques em si mesma e evidencia a autodependência da taxa de juros e o papel central da política monetária doméstica na determinação de sua trajetória de curto prazo.

Conforme revela a Figura 16, combinada com o Quadro 7, para o período de janeiro de 2014 a junho de 2025, a política monetária brasileira apresenta eficácia moderada, isto é, a Selic exerce influência relevante sobre o câmbio, a inflação e o crédito, variáveis-chave sob influência direta da política fiscal e, também sobre o balanço de transações correntes, mas sua efetividade permanece condicionada ao ambiente internacional, sobretudo às taxas de juros externas. Constatase, portanto, que a formulação da taxa Selic resulta de uma interação complexa entre fatores domésticos e externos, que determina o grau de sucesso da política monetária no controle da inflação e na estabilização macroeconômica. A resposta obtida do modelo salienta que o sistema de metas de inflação vigente no Brasil tende a ancorar as

variações da taxa de juros em decisões internas, mas com influência de variáveis externas e/ou fiscais no horizonte analisado.

Figura 16 - Resposta de Selic a um choque em Selic



Fonte: Elaborado pelo autor com os dados obtidos pelo software Gretl (2025)

4.3.2.7 Resposta de IPCA a um choque na Selic

A resposta do nível de preços (IPCA) a um choque positivo na taxa Selic indica o comportamento esperado de uma política monetária restritiva. Observa-se inicialmente uma oscilação com movimentos alternados de alta e baixa nos primeiros meses, o que reflete a presença de defasagens nos canais de transmissão da política monetária.

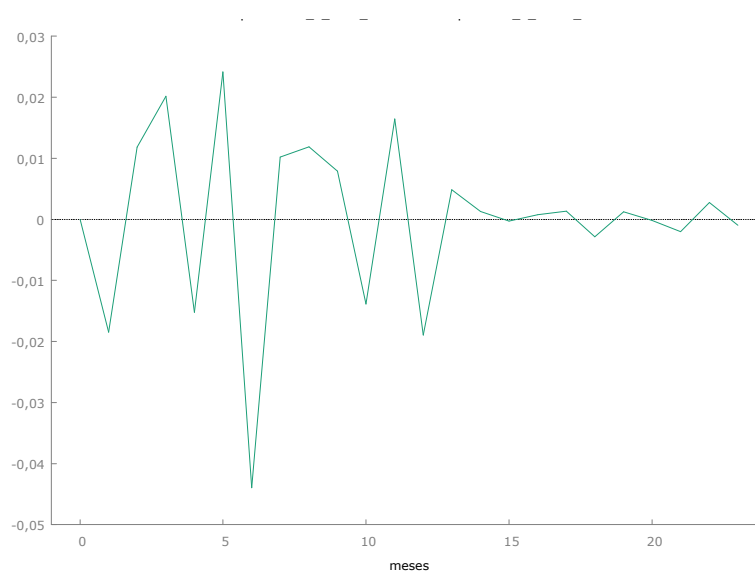
Nos primeiros períodos, há uma leve variação positiva, seguida por um movimento negativo mais acentuado em torno do sexto mês, quando o IPCA registra sua maior redução e aproxima-se de - 0,04. Esse comportamento é coerente com o mecanismo clássico de transmissão da política monetária, elevação da taxa de juros tende a reduzir a demanda agregada, encarece o crédito e desestimula o consumo e o investimento, o que, após certo tempo, contribui para a desaceleração dos preços.

A partir do décimo mês, o impacto começa a se dissipar, e as respostas tornam-se gradualmente menores, oscila em torno do eixo zero até o final do horizonte de 24 meses. Esse padrão demonstra que os efeitos da política monetária sobre a inflação são temporários, e que a economia tende a retornar à sua trajetória de equilíbrio após a acomodação dos choques.

A magnitude relativamente reduzida e a rápida dissipação dos efeitos também sugerem que, no período analisado, a eficácia da taxa Selic sobre o controle inflacionário foi limitada, possivelmente devido à influência de fatores inerciais, expectativas de preços e componentes externos que mitigam a resposta direta dos preços à política monetária.

A Figura 17 evidencia que um aumento na Selic gera um impacto negativo sobre o IPCA com defasagem, sendo o efeito mais intenso entre o quinto e o sétimo mês após o choque, e que os impactos se estabilizam ao redor de zero após cerca de um ano, o que confirma o comportamento típico da transmissão monetária em economias abertas como a brasileira.

Figura 17 - Resposta de IPCA a um choque em Selic



Fonte: Elaborado pelo autor com os dados obtidos pelo software Gretl (2025)

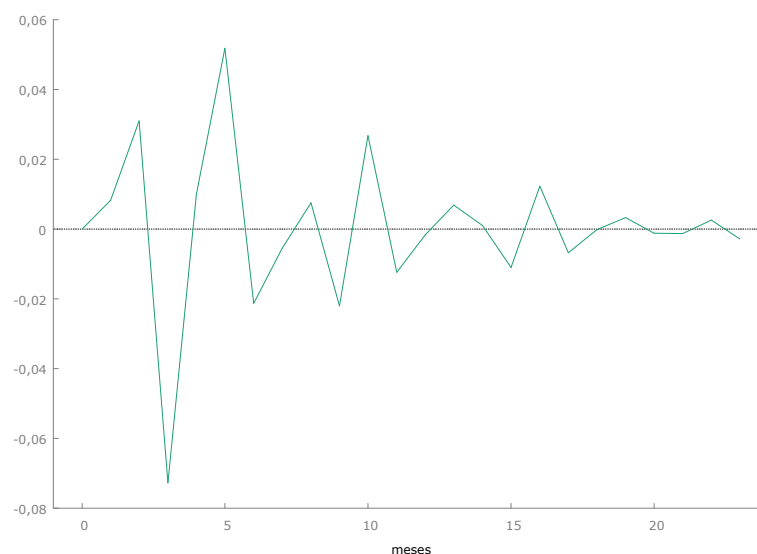
4.3.2.8 Resposta de crédito a um choque na Selic

A Figura 18 revela a resposta do crédito a um choque positivo na taxa Selic e põe em evidência o funcionamento do canal de crédito da política monetária. Nos primeiros períodos, observa-se uma leve oscilação positiva, seguida por uma queda acentuada por volta do quarto mês, quando a variação atinge seu ponto mínimo, próximo de - 0,07, para refletir a contração do crédito em resposta ao aumento dos juros. O aumento inicial do crédito logo após o choque da Selic decorre de ajustes defasados por ainda refletir o ambiente anterior de liquidez, antecipação de demanda por crédito pelas famílias e empresas e reação dos agentes credores pela rentabilidade imediata de aplicações em renda fixa.

Após o curtíssimo prazo, o comportamento se alinha com o esperado teoricamente, o aumento da taxa Selic encarece o custo do financiamento, e reduz tanto a demanda por empréstimos quanto a oferta de crédito por parte das instituições financeiras. A partir do sexto mês, nota-se uma redução gradual da amplitude das oscilações e indica que os efeitos da política monetária sobre o crédito são transitórios e se dissipam ao longo do tempo. As alternâncias entre valores ligeiramente positivos e negativos ao redor do eixo zero sugerem um processo de reacomodação do mercado financeiro, em que as condições de liquidez e as expectativas dos agentes se ajustam progressivamente.

O padrão observado confirma que o canal de crédito atua na transmissão da política monetária, embora sua intensidade seja moderada no período analisado. Isso pode estar relacionado à presença de mecanismos de compensação, como a atuação dos bancos públicos e o acesso a fontes alternativas de financiamento, que mitigam os efeitos de elevação da taxa Selic sobre a oferta total de crédito.

Figura 18 - Resposta de crédito a um choque em Selic



Fonte: Elaborado pelo autor com os dados obtidos pelo software Gretl (2025)

4.3.2.9 Resposta de balanço de transações correntes a um choque na Selic

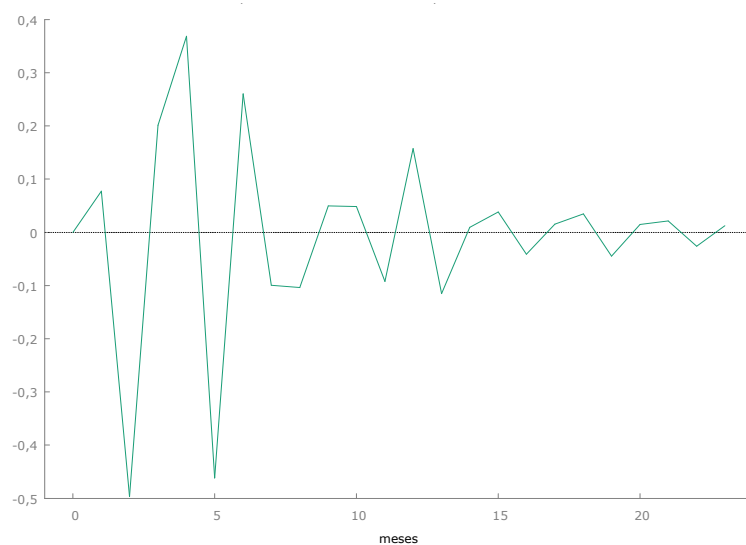
Logo nos primeiros meses após o choque, a Figura 19 mostra oscilação negativa, ao atingir o ponto mínimo em torno de - 0,45, seguida por uma reversão positiva de curta duração, o que indica um ajuste inicial instável entre fluxos de capitais e transações reais.

Essa dinâmica pode ser interpretada a partir dos efeitos da elevação da Selic sobre o câmbio e o diferencial de juros. Um aumento da taxa básica tende a atrair capitais de curto prazo ao país, o que valoriza a moeda doméstica e, em um primeiro momento, deteriora o saldo em transações correntes, reduz exportações e estimula importações, movimento coerente com a resposta negativa inicial do BTC.

Nos períodos subsequentes, a curva apresenta oscilações alternadas de menor amplitude, estabiliza-se gradualmente ao redor do eixo zero após aproximadamente doze meses. Esse comportamento sugere que os efeitos da política monetária sobre o balanço de transações correntes são temporários, e reflete a capacidade de ajuste do regime de câmbio flutuante adotado pelo Brasil desde 1999. Nesse regime, choques monetários afetam o câmbio nominal, mas o real tende a se reajustar ao longo do tempo conforme a balança comercial e os fluxos financeiros respondem às novas condições de mercado.

Do ponto de vista da transmissão monetária, o resultado confirma que a taxa Selic exerce influência sobre o setor externo por meio do canal da taxa de juros e indiretamente do câmbio e afeta a competitividade externa e o comportamento dos investidores estrangeiros. Entretanto, o padrão de rápida reversão observado na resposta indica que a economia readquire o equilíbrio externo relativamente rápido. O movimento transitório e autorregulável dos efeitos da política monetária sobre o setor externo é o esperado para uma economia aberta e com câmbio flutuante.

Figura 19 - Resposta de balanço de transações correntes a um choque em Selic



Fonte: Elaborado pelo autor com os dados obtidos pelo software Gretl (2025)

4.3.3 Resultado da pesquisa

A análise conjunta das funções impulso-resposta e da decomposição da variância dos erros de previsão permite avaliar a coerência empírica dos resultados econométricos em relação às questões e hipóteses apresentadas no Quadro 1, bem como verificar a efetividade da política monetária brasileira no período de janeiro de 2014 a junho de 2025.

Os resultados obtidos indicam que a política monetária, conduzida pelo Banco Central do Brasil por meio da taxa Selic, exerce influência significativa, porém transitória, sobre as principais variáveis macroeconômicas como inflação, crédito, câmbio e produto e que sua eficácia depende tanto das condições internas quanto do ambiente financeiro internacional.

A seguir, apresenta-se a discussão dos resultados à luz das quatro perguntas da pesquisa elencadas no capítulo 1.

4.3.3.1 Ações e reações da política monetária sobre as variáveis

Os resultados das funções impulso-resposta confirmam que os efeitos de choques na taxa Selic se propagam por múltiplos mecanismos, e afetam a atividade econômica, o crédito, os preços e o setor externo, conforme a teoria dos canais de transmissão da política monetária discutida no capítulo 2.

Observa-se que aumentos na Selic produzem queda do PIB e elevação do desemprego, e põe em evidência o canal real da política monetária, porque maior custo do crédito reduz o consumo e o investimento, com contração da demanda agregada.

O canal de crédito também se mostra ativo, com retração significativa entre o quarto e o sexto mês após o choque, coerente com a redução da liquidez e a maior seletividade do sistema bancário.

No canal cambial, o modelo demonstra apreciação inicial da moeda doméstica, seguida de estabilização, o que reflete a reação dos fluxos de capitais ao diferencial de juros.

Os efeitos sobre o nível de preços são perceptíveis com defasagem, e a contração das transações correntes confirma o impacto da política monetária sobre o setor externo, conforme o mecanismo de transmissão via taxa de câmbio relacionado no Capítulo 3.

A decomposição da variância reforça essas observações. Após 24 meses, cerca de 71% da variância da Selic é explicada por ela mesma, enquanto 29% provêm de variáveis externas

e domésticas, em especial o *treasury* de 10 anos (6,42%), o balanço de transações correntes (5,04%), o câmbio (4,66%) e a taxa de inflação (4,44%).

Os resultados confirmam que a política monetária brasileira opera de forma interdependente, simultaneamente determinante e influenciada por fatores internos e externos.

4.3.3.2 A política monetária e sua influência sobre as expectativas de inflação

Os resultados empíricos indicam que a taxa Selic atua como âncora nominal das expectativas, mas sua capacidade de coordená-las é parcial e defasada. A resposta negativa do IPCA a choques positivos na Selic, observada após cerca de seis meses, confirma o mecanismo previsto no regime de metas de inflação, tratado no Capítulo 2, em que a taxa básica é o principal instrumento de ancoragem das expectativas dos agentes econômicos.

No entanto, a rápida dissipação desse efeito revela uma inércia inflacionária e o comportamento adaptativo das expectativas demonstram os fenômenos estruturais da economia brasileira mencionados no Capítulo 3, no contexto da rigidez de preços e dos repasses cambiais.

A decomposição da variância demonstra que apenas 4,44% da variabilidade da Selic é explicada pelo IPCA, e indica que o Banco Central reage mais à inflação observada do que às expectativas futuras.

Assim, a política monetária influencia o processo de formação de expectativas, mas não de modo pleno, pois fatores como a política fiscal, o risco externo e sintomas de indexação continuam a desempenhar papel importante na dinâmica inflacionária.

4.3.3.3 A autonomia do Banco Central

Os resultados também permitem relacionar a autonomia formal do Banco Central, discutida no Capítulo 3, com a transmissão e a previsibilidade da política monetária.

A predominância da autodependência da Selic (71,14%) na decomposição da variância confirma a consistência e estabilidade na condução das decisões monetárias, coerentes com a autonomia operacional instituída em 2021.

A sensibilidade observada da Selic ao título norte-americano de 10 anos e ao CDS mostra que o Banco Central considera o ambiente internacional em suas decisões, mas mantém capacidade de resposta independente, alinhada ao regime de metas de inflação.

A autonomia atribui credibilidade institucional e a previsibilidade da política monetária, ao reduzir o espaço para interferências políticas.

Todavia, a persistência da influência de variáveis externas e fiscais sobre a dinâmica monetária indica que a autonomia ainda encontra limitações estruturais, sobretudo em contextos de volatilidade financeira global e incerteza fiscal, conforme observado na análise do período pós 2014.

4.3.3.4 A eficácia da política monetária

A análise das respostas do IPCA à Selic e da decomposição da variância permite concluir que a política monetária tem sido moderadamente eficaz no controle da inflação, ainda que com efeitos temporários e defasados.

A função impulso-resposta confirma a reação negativa do IPCA após o aumento da Selic, mas a dissipação dos efeitos após cerca de um ano demonstra que a rigidez estrutural dos preços e efeitos de indexação reduzem a potência do instrumento de juros, como argumentado no Capítulo 2.

A decomposição da variância mostra que os impactos da Selic sobre a inflação são limitados e transitórios e corrobora a hipótese de que, embora o Banco Central utilize a Selic de forma coerente com o regime de metas, a inflação brasileira permanece condicionada a fatores estruturais e indícios de inércia inflacionária, que inclui o câmbio, a política fiscal e as expectativas de preços administrados.

Os resultados empíricos confirmam o argumento teórico desenvolvido nos capítulos anteriores e vão em linha com o trabalho desenvolvido por Guerra (2016), o qual analisou a mudança no comportamento das variáveis macroeconômicas a choques de política monetária no período pré e pós metas de inflação (1995–2014).

O Banco Central ao executar a política monetária atua de forma eficaz em conter pressões inflacionárias, mas não pode fazê-lo de modo pleno ou permanente, devido às características estruturais da economia como a inércia inflacionária, dependência de *commodities*, a interação vulnerável da economia com o ambiente externo, a fragilidade fiscal e a incoerência de políticas.

5. CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como objetivo principal analisar o impacto da política monetária nas principais variáveis macroeconômicas brasileiras, taxa SELIC, crédito, inflação, produto interno bruto, câmbio, desemprego, balanço de transações correntes e risco-país, no período compreendido entre janeiro de 2014 e junho de 2025, e incorpora também a influência das taxas de juros externas com o *proxy* do título norte-americano de 10 anos. Para tanto, o estudo utilizou uma abordagem empírica baseada na estimação de um modelo de Vetores Autorregressivos (VAR), e complementa a análise com uma revisão histórica da política monetária no Brasil.

A análise histórica demonstra que a política monetária brasileira sofreu uma transformação radical com a implementação do Plano Real em 1994 e, mais enfaticamente, com a adoção do regime de metas de inflação em 1999, que se tornou um dos pilares do Tripé Macroeconômico, junto ao câmbio flutuante e à responsabilidade fiscal. Estudos que comparam os períodos pré e pós-metas de inflação evidenciam um ganho de eficácia da política monetária após 1999, o que permitiu determinar variações no produto e controlar a inflação de forma mais robusta. Neste novo regime, o chamado *puzzle* da taxa de câmbio foi superado, e a inflação passou a responder negativamente e de forma persistente a choques na taxa básica de juros, diferentemente da fase anterior, que era marcada pelo *price-puzzle*.

No entanto, a condução da política monetária no período de 2014 a 2025 foi desafiada por um cenário de extrema instabilidade interna e externa, que inclui a crise política de 2015-2016 e a pandemia de COVID-19, que elevou a inflação a patamares não vistos em duas décadas, o que reforça a pertinência da análise proposta.

O modelo VAR e a análise das Funções Impulso-Resposta e da Decomposição da Variância dos Erros de Previsão confirmam a validade da hipótese principal do trabalho, ainda que com ressalvas.

Os resultados empíricos mostram que as reações das variáveis são, em grande parte, coerentes com a teoria dos canais de transmissão. O aumento da taxa SELIC, como esperado, gera a apreciação inicial da taxa de câmbio (canal cambial), retração na oferta de crédito (canal de crédito), e redução do PIB e elevação do desemprego (canal real). O IPCA, por sua vez, reage negativamente ao choque da Selic e, embora com uma defasagem de cerca de seis meses, confirma a atuação do Banco Central no combate à inflação.

Contudo, a harmonia dessas respostas é afetada por dois fatores centrais. O primeiro é a influência externa, em especial a taxa de juros norte-americana, que responde por uma parcela

significativa da volatilidade da SELIC, e indicam que a política monetária doméstica é sensível ao diferencial de juros e aos movimentos de capitais internacionais. O segundo é a influência fiscal, onde a eficácia da política monetária apresenta-se de maneira transitória. A decomposição da variância da SELIC sugere que o canal real é menos potente do que o desejado e que a política monetária, por si só, não é capaz de sustentar o controle da inflação sem a coordenação com uma política fiscal compassada, conforme defendido pelo Tripé Macroeconômico.

O papel da SELIC como âncora nominal das expectativas é confirmado pela resposta do IPCA ao choque na taxa básica. No entanto, a rápida dissipação desse efeito revela que a capacidade de ancoragem do Banco Central não é plena. A presença persistente da inércia inflacionária e o comportamento adaptativo das expectativas, traços estruturais da economia brasileira, indicam que fatores como a rigidez de preços, o risco externo e a falta de coordenação entre as políticas macroeconômicas continuam a influenciar o processo de formação de expectativas. Em suma, a política monetária orienta as expectativas, mas sua credibilidade é constantemente testada por choques e incertezas.

A evidência empírica reforça a importância da autonomia da autoridade monetária. A decomposição da variância mostrou que, no período analisado, a maior parte da volatilidade da SELIC (cerca de 71%) é explicada pela sua própria dinâmica. Essa alta autodependência confirma a consistência e a estabilidade na condução das decisões monetárias, um requisito fundamental para a credibilidade e para a eficácia do regime de metas de inflação. A autonomia operacional formalmente concedida em 2021 institucionalizou essa postura técnica e contribuiu para blindar a política monetária de pressões de curto prazo ao garantir que o foco permaneça na estabilidade de preços, mesmo em cenários políticos turbulentos.

Os resultados mostram que as reações das variáveis macroeconômicas estudadas se desenvolvem dentro dos parâmetros esperados pela teoria. O impacto sobre o desemprego atinge seu pico de elevação próximo ao quarto ou quinto mês, enquanto a contração do crédito e a apreciação cambial ocorrem nos primeiros meses após o choque. A persistência do efeito da SELIC sobre ela mesma sugere o caráter gradualista das intervenções do Banco Central, e busca suavizar a trajetória dos juros e retornar à meta em um período mais curto.

A política monetária brasileira, sob o regime de metas de inflação e câmbio flutuante, revela-se uma ferramenta moderadamente eficaz e tecnicamente consistente para o controle inflacionário no período de 2014 a 2025. O modelo econométrico confirmou que os canais de transmissão estão ativos e as variáveis macroeconômicas reagem de forma coerente à política de juros.

No entanto, a principal limitação identificada reside na coordenação intertemporal das políticas. O impacto limitado e transitório da SELIC sobre o produto, o peso persistente da inércia inflacionária, e a vulnerabilidade a choques externos (taxa de juros americana) e internos (política fiscal) demonstram que a estabilidade de preços no Brasil é um desafio contínuo que não pode ser vencido apenas pela política monetária. A eficácia plena do Banco Central depende, em última análise, de uma convergência de esforços, onde a autonomia técnica deve ser complementada pela austeridade fiscal e pela adoção de reformas estruturais que reduzam a indexação e aumentem a produtividade da economia.

Para pesquisas futuras, sugere-se a aplicação de modelos que capturem as mudanças no regime de expectativas (como o MS-VAR, que tenta separar fases de estresse econômico), e aprofundar a análise sobre como a autonomia formal do Banco Central (pós 2021) alterou a velocidade de convergência da inflação e o custo em termos de produto perdido para combater choques.

REFERÊNCIAS

- ABRAHAM, M. **Lei de responsabilidade fiscal comentada**. 3ª ed. Rio de Janeiro, RJ: Forense, 2021.
- AGÊNCIA BRASIL. 2025. Disponível em: https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2024-12/mercado-financeiro-eleva-previsao-de-inflacao-e-do-dolar-para-2025?utm_source=chatgpt.com. Acesso em: 06 abr. 2025.
- BB. Investtalk. v. 1, 2024. Disponível em: <https://investtalk.bb.com.br/noticias/economia/simposio-de-jackson-hole-comeca-hoje-entenda-o-que-esta-em-jogo-no-evento>. Acesso em: 15 set. 2024.
- BCB. 2025a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/taxaselic>. Acesso em: 16 nov. 2025
- BCB. 2025b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/indicepreco>. Acesso em: 16 nov. 2025
- BCB. 2025c. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/oqueecambio>. Acesso em: 16 nov. 2025
- BRUE, S. L.; GRANT, R. R. **História do pensamento econômico**. 8º ed. São Paulo, SP: Cengage Learning, 2016.
- BUENO, R. **Econometria de séries temporais**. 2 ed. São Paulo: Cengage Learning, 2018.
- Carvalho, Fernando J. Cardim de; Souza, Francisco E. P. de; Sicsú, João; Paula, Luiz F. R. de; Sudart, Rogério. **Economia monetária e financeira**. 3º ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.
- ENGLE, Robert F.; GRANGER, Clive WJ. **Co-integration and error correction: representation, estimation, and testing**. *Econometrica: journal of the Econometric Society*, p. 251-276, 1987.
- ESTADÃO. 2025. Disponível em: https://www.estadao.com.br/economia/pib-brasil-juros-altos-tarifas-trump-ocde/?srsltid=AfmBOoomb2bYf6uDhRTnf-9DyFy8d_5tGtpkHvc_3Js6lCkqt1yYWrgq&utm_source=chatgpt.com. Acesso em: 06 abr. 2025.
- FOLHA DE SÃO PAULO. 2025. Disponível em: https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2025/03/brasil-preve-ganhos-com-guerra-comercial-china-eua-mas-risco-para-inflacao-preocupa.shtml?utm_source=chatgpt.com. Acesso em: 06 abr. 2025.
- GERHARDT, T. E.; SILVEIRA, D. T. **Métodos de pesquisa**. [S.l.]: Plageder, 2009.

GIAMBIAGI, F. et al. **Economia brasileira contemporânea**. 3. ed. Rio de Janeiro: Atlas, 2024.

GREMAUD, A. P. et al. **Economia brasileira contemporânea**: 9. ed. Barueri, SP: Atlas, 2024.

GUERRA, D. **A transmissão da política monetária no Brasil antes e depois do regime de metas de inflação: Uma análise empírica com o uso de vetores autorregressivos**. *A Economia em Revista - AERE* · July 2017

IBGE. 2025. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/explica/desemprego.php>. Acesso em: 16 nov. 2025

INFOMONEY. 2023. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/economia/propostas-para-elevar-meta-de-inflacao-opoem-economistas-em-todo-o-mundo>. Acesso em: 10 nov. 2024.

INFOMONEY. 2025. Disponível em: https://www.infomoney.com.br/mercados/servicos-no-brasil-inflacao-ao-produtor-nos-eua-e-mais-destaques-desta-5a/?utm_source=chatgpt.com. Acesso em: 06 abr. 2025.

IPEADATA. *Ipeadata*. v. 1, 2024. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>. Acesso em: 03 nov. 2024.

KRUGMAN, P.; OBSTFELD, M. **Economia internacional: teoria e política**. São Paulo: Pearson, 2005.

MANKIW, N. G. **Introdução à economia**. São Paulo, Cengage: [s.n.], 2020.

MISHKIN, F. S. **Improving the use of discretion in monetary policy**. *International Finance*, v. 21, n. 2, p. 163–183, 2018.

NESS, Mosar Leandro. **Ciclos econômicos na América Latina: uma análise da Argentina, Brasil, Chile e México no período 1950-2007**. 2009.

NEVES, A. L.; OREIRO, J. L. **O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica**. *Ensaio FEE*, v. 29, n. 1, 2008.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: como precificar ações**. 3ª ed. Barueri, SP: Atlas, 2021

ROSSETTI, J. P. **Introdução à economia**. 21º ed. São Paulo, SP: Atlas, 2016.

ROSSETTI, J. P.; LOPES, J. d. C. **Economia monetária**. 7º ed. São Paulo, SP: Atlas, 1998.

THATCHER, Margaret. Discurso na Conferência Anual do Partido Conservador. Bournemouth, 14 out. 1983. Disponível em: <https://www.margareththatcher.org/document/105374>. Acesso em: 20 out. 2025.

VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de. **Economia: micro e macro:** teoria e exercícios, glossário com os 300 principais conceitos econômicos. 6ª ed. São Paulo: Atlas, 2015.