

UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA

FACULDADE DE ECONOMIA

BIANKA DE OLIVEIRA FONSECA

**POLÍTICA MONETÁRIA E REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: CANAIS DE
TRANSMISSÃO E EFEITOS SOBRE A ECONOMIA BRASILEIRA**

JUIZ DE FORA

2026

BIANKA DE OLIVEIRA FONSECA

**POLÍTICA MONETÁRIA E REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO: CANAIS DE
TRANSMISSÃO E EFEITOS SOBRE A ECONOMIA BRASILEIRA**

Monografia apresentada ao curso de Ciências
Econômicas da Universidade Federal de Juiz
de Fora, como requisito parcial à obtenção do
título de bacharel em Ciências Econômicas.
Orientador: Prof. Dr. Wilson Luiz Rotatori
Corrêa

JUIZ DE FORA

2026

Ficha catalográfica elaborada através do programa de geração automática da Biblioteca Universitária da UFJF, com os dados fornecidos pelo(a) autor(a)

Fonseca, Bianka de Oliveira .

Política Monetária e Regime de Metas de Inflação : Canais de Transmissão e Efeitos sobre a Economia Brasileira / Bianka de Oliveira Fonseca. -- 2026.

69 f. : il.

Orientador: Wilson Luiz Rotatori Corrêa

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) - Universidade Federal de Juiz de Fora, Faculdade de Economia, 2026.

1. Política monetária . 2. Regime de metas de inflação . 3. Canais de transmissão da política monetária. 4. Inflação. 5. Economia brasileira. I. Corrêa, Wilson Luiz Rotatori, orient. II. Título.



UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
REITORIA - FACECON - Depto. de Economia

FACULDADE DE ECONOMIA / UFJF
ATA DE APROVAÇÃO DE MONOGRAFIA II (MONO B)

Na data de 08/07/2026, na sala 3 da Faculdade de Economia, a Banca Examinadora, composta pelos professores:

- 1 - Wilson Luiz Rotatori Corrêa - orientador;
- 2 - José Simão Filho,

reuniu-se às 09:00 para avaliar a monografia da acadêmica Bianka de Oliveira Fonseca, intitulada: Política Monetária e Regime de Metas de Inflação: Canais de Transmissão e Efeitos Sobre a Economia Brasileira.

Após primeira avaliação, resolveu a banca sugerir alterações ao texto apresentado, conforme documento encaminhado para a discente.

A Banca, delegando ao orientador a observância das alterações propostas, resolveu APROVAR a referida monografia.

ASSINATURA ELETRÔNICA DOS PROFESSORES AVALIADORES



Documento assinado eletronicamente por **Jose Simao Filho, Professor(a)**, em 09/07/2026, às 11:44, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



Documento assinado eletronicamente por **Wilson Luiz Rotatori Correa, Professor(a)**, em 10/07/2026, às 15:53, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no § 3º do art. 4º do [Decreto nº 10.543, de 13 de novembro de 2020](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no Portal do SEI-Ufjf (www2.ufjf.br/SEI) através do ícone Conferência de Documentos, informando o código verificador **3075798** e o código CRC **B64BCD3D**.

Dedico este trabalho aos meus pais, Geraldo e Marina. De vocês, herdei mais do que o sobrenome: herdei a fé, a coragem e a maneira de continuar. Tudo o que eu conquistar sempre terá um pedaço de vocês. Às minhas tias Vera e Ana, por estarem sempre ao meu lado. Ao meu orientador, Wilson. E, principalmente, à criança que eu fui. À mulher que me tornei. Foi difícil, mas aprendemos a ancorar um navio no espaço.

RESUMO

Este trabalho analisa os canais de transmissão da política monetária no Brasil sob o Regime de Metas de Inflação (RMI), adotado em junho de 1999. Por meio de revisão sistemática da literatura e análise bibliométrica com o software VOSviewer, o estudo examina como as decisões do Banco Central do Brasil (BCB) — operacionalizadas pela taxa Selic — se propagam pela economia, afetando inflação, produto, crédito, câmbio, preços dos ativos e expectativas. A hipótese central sustenta que os canais de transmissão operam de maneira desigual em razão das especificidades estruturais da economia brasileira: elevada concentração bancária, forte participação de títulos públicos indexados à taxa básica, vulnerabilidade externa e persistência de altas taxas reais de juros. Os resultados indicam maior relevância dos canais cambial e das expectativas, enquanto o canal do crédito enfrenta limitações estruturais expressivas. O canal da taxa de juros permanece central, porém associado a custos fiscais, distributivos e produtivos relevantes. Os resultados mostram-se ambivalentes: a estabilidade nominal foi alcançada ao custo de juros estruturalmente elevados, desincentivo ao investimento produtivo e tensões distributivas persistentes. Conclui-se que a política monetária brasileira apresenta eficácia condicionada e assimétrica — condicionada pela natureza do choque e pela estrutura financeira, e assimétrica por ser mais potente para conter do que para estimular a demanda —, apontando para a necessidade de coordenação entre as políticas monetária, fiscal, cambial e industrial.

Palavras-chave: Política monetária. Regime de Metas de Inflação. Canais de transmissão. Taxa Selic. Banco Central do Brasil. Credibilidade. Financeirização.

ABSTRACT

This study analyzes the transmission channels of monetary policy in Brazil under the Inflation Targeting Regime (ITR), adopted in June 1999. Through a systematic literature review and bibliometric analysis using the VOSviewer software, the study examines how the decisions of the Central Bank of Brazil (BCB) — operationalized through the Selic rate — spread throughout the economy, affecting inflation, output, credit, exchange rates, asset prices, and expectations. The central hypothesis argues that the transmission channels operate unevenly due to the structural specificities of the Brazilian economy: high banking concentration, strong participation of public securities indexed to the basic interest rate, external vulnerability, and the persistence of high real interest rates. The results indicate greater relevance of the exchange rate and expectations channels, while the credit channel faces significant structural limitations. The interest rate channel remains central, although it is associated with relevant fiscal, distributive, and productive costs. The results prove ambivalent: nominal stability was achieved at the cost of structurally high interest rates, discouragement of productive investment, and persistent distributive tensions. It is concluded that Brazilian monetary policy presents conditioned and asymmetric effectiveness — conditioned by the nature of the shock and by the financial structure, and asymmetric in being more powerful to contain than to stimulate demand — pointing to the need for coordination among monetary, fiscal, exchange rate, and industrial policies.

Keywords: Monetary policy. Inflation Targeting Regime. Transmission channels. Selic rate. Central Bank of Brazil. Credibility. Financialization.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Rede de coocorrência de palavras-chave: política monetária e regime de metas de inflação	46
---	----

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Principais divergências entre abordagens ortodoxa e heterodoxa sobre política monetária	29
Quadro 2 – Síntese comparativa dos canais de transmissão monetária no Brasil	41
Quadro 3 – Balanço empírico do debate ortodoxo-heterodoxo: evidências do caso brasileiro (1999–2023)	42
Quadro 4 – Síntese da Literatura Revisada: Autores, Métodos e Contribuições	52

LISTA DE ABREVIACÕES

ABNT – Associação Brasileira de Normas Técnicas

BCB – Banco Central do Brasil

BIS – Bank for International Settlements

BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social

CMN – Conselho Monetário Nacional

COPOM – Comitê de Política Monetária

FGV – Fundação Getúlio Vargas

IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística

IPCA – Índice de Preços ao Consumidor Amplo

ITR – Inflation Targeting Regime

NBER – National Bureau of Economic Research

PIB – Produto Interno Bruto

RIS – Research Information Systems

RMI – Regime de Metas de Inflação

SELIC – Sistema Especial de Liquidação e de Custódia

UFJF – Universidade Federal de Juiz de Fora

VAR – Vetor Autorregressivo

VOSviewer – Visualization of Similarities Viewer

SUMÁRIO

1	Introdução	11
2	Referencial Teórico	14
2.1	Regime de Metas de Inflação	14
2.2	Independência e Credibilidade do Banco Central	17
2.2.1	Comunicação Monetária e <i>Forward Guidance</i>	20
2.3	Taxa Selic e Condução da Política Monetária	23
2.3.1	Dominância Fiscal e Política Monetária no Brasil	24
2.4	Debate Ortodoxo e Heterodoxo sobre Política Monetária	25
2.5	Particularidades Estruturais da Economia Brasileira	29
3	Canais de Transmissão da Política Monetária	32
3.1	Canal da Taxa de Juros	32
3.2	Canal do Crédito	34
3.3	Canal Cambial	36
3.4	Canal dos Preços dos Ativos	37
3.5	Canal das Expectativas	38
3.6	Síntese Comparativa dos Canais	40
4	Análise Bibliométrica no VOSviewer	44
4.1	Estrutura Geral do Mapa e Núcleo Central	46
4.2	Cluster dos Canais de Transmissão Monetária	47
4.3	Cluster da Credibilidade, Expectativas e Comunicação Monetária	47
4.4	Cluster Novo-Keynesiano e das Regras Monetárias	48
4.5	Cluster Heterodoxo: Pós-Keynesianismo, Financeirização e Distribuição	49
4.6	Cluster do Desenvolvimento, Crescimento e Restrições Fiscais	49
4.7	Cluster Internacional: Economias Emergentes e Integração Financeira	50

4.8	Síntese Interpretativa da Análise Bibliométrica	51
5	Conclusão	56

1. Introdução

A eficácia da política monetária depende menos do anúncio das decisões do banco central do que da forma como essas decisões se propagam pela economia — isto é, dos canais de transmissão monetária. Foi em torno desse problema que a macroeconomia das últimas décadas deslocou seu eixo: dos episódios inflacionários dos anos 1970 e 1980 emergiu a ênfase na credibilidade institucional e na eficácia dos mecanismos de transmissão, base sobre a qual Friedman (1968), Lucas (1976) e Kydland e Prescott (1977) assentaram a crítica às políticas discricionárias e a defesa de regras monetárias explícitas. O Regime de Metas de Inflação (RMI) constitui o modelo mais difundido dessa trajetória, caracterizando-se pelo anúncio público de metas numéricas de inflação, pelo uso da taxa básica de juros como instrumento operacional e pela centralidade da gestão das expectativas dos agentes (BERNANKE; MISHKIN, 1997).

No Brasil, a adoção formal do RMI, em junho de 1999, representou uma transformação estrutural na condução da política econômica nacional, em resposta à ruptura do regime de bandas cambiais e à necessidade de um novo arranjo institucional capaz de preservar a estabilidade monetária diante da volatilidade financeira e da vulnerabilidade externa. A partir desse momento, o Banco Central do Brasil (BCB) passou a utilizar a taxa Selic como principal instrumento de política monetária, perseguindo metas anuais de inflação definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) (BOGDANSKI; TOMBINI; WERLANG, 2000). Decorridos mais de vinte anos, a experiência combinou redução expressiva da inflação com taxas reais de juros entre as mais elevadas do mundo, custos fiscais significativos e tensões distributivas relevantes: se a taxa média do IPCA entre 1999 e 2023 situou-se em torno de 6,4% ao ano — em contraste com as taxas de três dígitos da era hiperinflacionária —, a condução monetária esteve frequentemente associada a esses custos (NAKANO, 2005; OREIRO; PAULA, 2010).

A política monetária afeta a economia por mecanismos indiretos: as alterações na taxa básica de juros não produzem efeitos automáticos sobre inflação e atividade, dependendo da forma como as decisões do BCB se propagam pela economia. A literatura identifica cinco canais principais de transmissão — taxa de juros, crédito, câmbio, preços dos ativos e expectativas (MISHKIN, 1995) —, cuja eficácia depende das condições estruturais, institucionais e

financeiras específicas que, no caso brasileiro, condicionam o funcionamento desses canais de maneira particular (OREIRO; PAULA, 2010; ERBER, 2008).

A hipótese central desta pesquisa sustenta que os canais de transmissão da política monetária operam de maneira desigual na economia brasileira em razão de quatro características estruturais específicas: (i) a elevada concentração bancária e os spreads persistentemente altos, que enfraquecem a resposta do custo final do crédito às variações da Selic; (ii) a forte participação de títulos públicos indexados à taxa básica de juros na composição da riqueza financeira, que amplia os efeitos fiscais e patrimoniais das decisões monetárias e reduz a potência expansionista dos ciclos de corte; (iii) a vulnerabilidade externa associada à dependência de fluxos internacionais de capitais, que confere ao câmbio papel central na formação dos preços domésticos; e (iv) o histórico inflacionário e a indexação remanescente de preços e contratos, que tornam as expectativas particularmente sensíveis a choques cambiais e fiscais. Parte-se da premissa de que os canais das expectativas e do câmbio apresentam maior relevância na transmissão monetária no Brasil, enquanto o canal do crédito enfrenta limitações estruturais expressivas decorrentes da concentração bancária e da segmentação financeira. O canal dos preços dos ativos, por sua vez, revela-se crescentemente relevante como expressão da financeirização da economia brasileira — entendida aqui como a crescente subordinação da dinâmica econômica à valorização de ativos financeiros, em detrimento do investimento produtivo. Dessa configuração resulta uma eficácia condicionada e assimétrica da política monetária: mais potente para conter a demanda agregada do que para estimular o investimento produtivo e o crescimento sustentado.

Esta monografia tem por objetivo geral analisar os canais de transmissão da política monetária no Brasil sob o RMI, avaliando criticamente sua eficácia à luz das especificidades estruturais do país. Como objetivos específicos, busca-se: (i) apresentar o referencial teórico da política monetária moderna e do regime de metas de inflação; (ii) examinar os cinco canais de transmissão e suas particularidades no contexto brasileiro; (iii) realizar análise bibliométrica com o VOSviewer para mapear a produção acadêmica sobre o tema, com síntese dos trabalhos revisados; e (iv) confrontar criticamente as perspectivas ortodoxa e heterodoxa quanto aos resultados e custos do regime.

Para tanto, adota-se uma revisão sistemática da literatura, de caráter teórico-descritivo e

bibliométrico, apoiada no VOSviewer para o mapeamento de redes de coocorrência de palavras-chave e a identificação de clusters temáticos. Mais do que recurso acessório, esses resultados corroboram a centralidade dos canais cambial e das expectativas e revelam a estrutura do debate entre as perspectivas ortodoxa e heterodoxa.

Além desta introdução, o trabalho organiza-se em quatro seções: a Seção 2 traz o referencial teórico e o debate ortodoxo-heterodoxo; a Seção 3 examina os cinco canais de transmissão no Brasil; a Seção 4 reúne a análise bibliométrica e a síntese da literatura; e a Seção 5 traz as conclusões e agendas futuras.

2. Referencial Teórico

Este capítulo reúne os fundamentos teóricos necessários à compreensão da política monetária e do regime de metas de inflação no contexto da economia brasileira.

2.1 Regime de Metas de Inflação

O regime de metas de inflação consolidou-se como o principal modelo de condução monetária nas últimas décadas do século XX, particularmente após o fracasso de regimes cambiais fixos e do controle de agregados monetários em diversos países. Sua formulação teórica assenta-se na proposição de que a estabilidade de preços deve constituir o objetivo prioritário da política monetária, sendo alcançada por meio da utilização da taxa básica de juros e da administração das expectativas inflacionárias (BERNANKE; MISHKIN, 1997).

Segundo Mishkin (2000), o regime de metas de inflação caracteriza-se por cinco elementos centrais: anúncio público de metas numéricas de inflação; compromisso institucional com estabilidade de preços; utilização de informações amplas para condução monetária; transparência das decisões do banco central; e responsabilização institucional da autoridade monetária. A adoção desse regime esteve associada à percepção de que a previsibilidade da política monetária reduz incertezas macroeconômicas e amplia a credibilidade das autoridades monetárias.

A origem histórica desse arranjo institucional remonta à Nova Zelândia, primeiro país a adotar formalmente o regime de metas de inflação, em 1990. A experiência neozelandesa demonstrou que a fixação de uma âncora nominal baseada na inflação era capaz de reduzir expectativas inflacionárias sem o custo de rigidez cambial. Posteriormente, países como Canadá, Reino Unido e Suécia incorporaram modelos semelhantes de condução monetária, e a experiência acumulada por essas economias passou a orientar a difusão internacional do modelo. O avanço internacional desse arranjo institucional refletia não apenas preocupações com estabilidade inflacionária, mas também a crescente influência da literatura novo-keynesiana e monetarista na formulação das políticas macroeconômicas (TAYLOR, 1993).

A consolidação teórica do regime ocorreu em paralelo ao fortalecimento da nova síntese neoclássica, que combinou elementos de expectativas racionais com rigidezes nominais de preços e salários. Nesse arcabouço, a política monetária passou a operar centralmente por meio

da taxa de juros real e da gestão das expectativas dos agentes econômicos. O banco central deixou de ser interpretado apenas como emissor de moeda e passou a ser compreendido como instituição coordenadora de expectativas, cuja credibilidade constitui variável fundamental para o funcionamento da estabilidade monetária (BLANCHARD, 2007).

A adoção do regime de metas no Brasil ocorreu em junho de 1999, após a crise cambial que levou ao abandono do sistema de bandas cambiais. A mudança institucional representou tentativa de reconstrução da credibilidade monetária em contexto marcado por instabilidade financeira e forte desvalorização cambial. Bogdanski, Tombini e Werlang (2000) argumentam que a implementação do regime buscava criar novo mecanismo de ancoragem das expectativas inflacionárias, substituindo o papel anteriormente desempenhado pela taxa de câmbio.

A operacionalização do regime no Brasil passou a ocorrer por meio da definição anual de metas inflacionárias pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), enquanto o Banco Central do Brasil (BCB) assumiu a responsabilidade de ajustar a taxa Selic de maneira compatível com o cumprimento dessas metas. O Comitê de Política Monetária (Copom) tornou-se o principal órgão decisório da política monetária, responsável por avaliar expectativas de inflação, atividade econômica, câmbio e cenário internacional. Esse arranjo institucional incorporou elementos de transparência¹ e accountability² compatíveis com as melhores práticas observadas em economias avançadas.

Na leitura da corrente que este trabalho denominará ortodoxa (Seção 2.4) — sistematizada por Bernanke e Mishkin (1997) e De Mendonça (2004) —, o regime de metas contribuiu significativamente para a estabilização dos preços no Brasil após o período de hiperinflação observado nas décadas anteriores. Bernanke e Mishkin (1997) sustentam que metas explícitas de inflação ampliam a transparência da política monetária e reduzem a incerteza associada às decisões do banco central. No caso brasileiro, a inflação convergiu para patamares significativa-

¹Transparência corresponde ao grau de abertura informacional do banco central, por meio da divulgação de seus objetivos, projeções e fundamentos das decisões, em instrumentos como as metas de inflação, as atas do Copom e os Relatórios de Inflação, reduzindo a assimetria de informação entre a autoridade monetária e os agentes econômicos (BERNANKE; MISHKIN, 1997).

²Accountability refere-se ao dever institucional de prestar contas e justificar publicamente as decisões da autoridade monetária quanto ao cumprimento das metas estabelecidas. No Brasil, esse princípio materializa-se na divulgação de carta aberta ao Ministro da Fazenda quando a inflação ultrapassa o intervalo de tolerância da meta, indicando as causas do descumprimento, as medidas corretivas e o prazo esperado para o retorno da inflação aos limites estabelecidos (MISHKIN, 2000; BRASIL, 1999).

mente inferiores aos observados antes do Plano Real, fortalecendo a percepção de credibilidade institucional do Banco Central ao longo da primeira metade dos anos 2000.

Em sentido oposto, autores de orientação heterodoxa (Seção 2.4) questionam os custos do regime em economias periféricas — isto é, de inserção subordinada nos fluxos internacionais de capital. Oreiro e Paula (2010) argumentam que o regime de metas de inflação brasileiro passou a operar com dependência excessiva da taxa de juros, produzindo impactos negativos sobre investimento produtivo, crescimento econômico e estrutura industrial. A política monetária tornou-se fortemente condicionada à necessidade de preservação da confiança dos mercados financeiros, limitando o espaço para políticas voltadas ao desenvolvimento econômico de longo prazo.

Erber (2008) sustenta que o regime macroeconômico brasileiro consolidou convenções financeiras favoráveis à valorização dos ativos rentistas, ampliando a financeirização da economia, como se detalha na Seção 2.4. Nessa perspectiva, a estabilidade monetária foi alcançada ao custo da manutenção de taxas de juros estruturalmente elevadas e da crescente subordinação da política econômica à dinâmica financeira internacional.

Essa mesma literatura também destaca limitações relacionadas à natureza da inflação nas economias emergentes. Argumenta-se que parte das pressões inflacionárias no Brasil decorreria menos de excesso de demanda do que de choques de oferta, volatilidade cambial e preços administrados (BRESSER-PEREIRA; NAKANO, 2002) — argumento retomado na Seção 2.4. Nessa visão, a inflação brasileira conserva componentes de custo e de preços administrados — além de inércia residual associada a contratos indexados — que não respondem diretamente ao instrumento de juros, tornando a política monetária potencialmente recessiva sem eficácia proporcional sobre os determinantes estruturais do processo inflacionário.

É necessário, ainda, considerar a evolução do regime ao longo do tempo. Desde sua implantação em 1999, o regime de metas passou por diversas revisões nos valores das metas e nos intervalos de tolerância estabelecidos pelo CMN. A calibragem dessas metas refletiu tanto as condições macroeconômicas domésticas quanto as pressões externas, particularmente em momentos de forte depreciação cambial, elevação dos preços de commodities ou choques financeiros internacionais. A ampliação do intervalo de tolerância em determinados períodos pode

ser interpretada como mecanismo de acomodação de choques não controláveis pela política monetária, mas também como sinal de menor comprometimento com a convergência inflacionária, o que suscita debates sobre credibilidade e consistência do regime (DE MENDONÇA, 2004).

A pandemia de Covid-19 submeteu o regime a novo teste de estresse. A combinação entre choques de oferta globais, desorganização das cadeias produtivas, elevação dos preços de energia e alimentos e depreciação cambial gerou pressões inflacionárias que ultrapassaram os limites superiores das metas em 2021 e 2022. A resposta do Banco Central baseou-se em ciclo de elevação agressiva da Selic, que alcançou níveis historicamente altos em termos reais. Esse episódio reabriu o debate sobre os limites da política monetária diante de choques predominantemente de oferta, recolocando em evidência as tensões entre estabilidade nominal, crescimento econômico e distribuição de renda no contexto do regime de metas de inflação.

A comparação com experiências de outros países emergentes que adotaram o regime de metas revela padrões semelhantes de tensão entre controle inflacionário e crescimento. Chile, México, Peru e Colômbia, por exemplo, consolidaram regimes de metas com taxas reais de juros significativamente menores do que as praticadas no Brasil, sugerindo que a estrutura elevada dos juros domésticos não pode ser atribuída exclusivamente às exigências do regime de metas em si, mas a características específicas da economia brasileira, como a concentração bancária, a indexação financeira e a relação entre dívida pública e taxa básica de juros (MISHKIN, 2000; OREIRO; PAULA, 2010).

Em síntese, o regime de metas de inflação representou transformação institucional relevante na condução da política monetária brasileira, oferecendo uma estrutura de coordenação de expectativas e transparência decisória que contribuiu para a redução da inflação. Ao mesmo tempo, sua operacionalização em ambiente de juros estruturalmente elevados, vulnerabilidade cambial e financeirização crescente impôs custos macroeconômicos significativos. São essas tensões — juros elevados, vulnerabilidade cambial e financeirização — que explicam por que os canais de transmissão operam de modo desigual no Brasil, tema da análise que se segue.

2.2 Independência e Credibilidade do Banco Central

A independência do Banco Central tornou-se um dos temas centrais da literatura monetária contemporânea em razão da crescente associação entre credibilidade institucional e

estabilidade inflacionária. A defesa da autonomia das autoridades monetárias baseia-se na ideia de que governos sujeitos a pressões políticas de curto prazo tenderiam a adotar políticas expansionistas inconsistentes com estabilidade de preços no longo prazo (KYDLAND; PRESCOTT, 1977). Essa literatura parte da constatação de que os incentivos eleitorais e as demandas de curto prazo do processo político são incompatíveis com a condução monetária voltada ao controle sustentado da inflação, gerando o chamado problema da inconsistência temporal.

A crítica ao viés inflacionário das políticas discricionárias consolidou-se a partir das contribuições de Kydland e Prescott (1977) e Barro e Gordon (1983), que formalizaram a ideia de que autoridades monetárias sem comprometimento institucional enfrentam incentivos persistentes para surpreender os agentes com inflação acima do esperado, na tentativa de reduzir desemprego no curto prazo. No equilíbrio, os agentes antecipam esse comportamento e formam expectativas inflacionárias mais elevadas, resultando em inflação maior sem ganhos permanentes de produto. A solução institucional proposta pela literatura consistia na criação de regras monetárias e mecanismos de independência dos bancos centrais capazes de limitar interferências políticas na condução monetária.

A literatura ortodoxa argumenta que bancos centrais independentes possuem maior capacidade de ancorar expectativas inflacionárias, reduzindo a necessidade de políticas monetárias excessivamente restritivas. Rogoff (1985) sustenta que delegar a condução monetária a autoridades conservadoras em relação à inflação reduz problemas de inconsistência temporal e fortalece a credibilidade da política econômica. Nessa formulação, a independência não é apenas arranjo institucional formal, mas mecanismo de sinalização que altera o comportamento dos agentes privados ao tornar o compromisso com a estabilidade de preços mais crível e difícil de ser revertido por pressões políticas conjunturais.

A distinção entre independência de instrumento e independência de objetivo, desenvolvida por Fischer (1995), tornou-se referência importante nesse debate. Segundo essa classificação, a independência de instrumento — pela qual o banco central define livremente como utilizar seus instrumentos operacionais para alcançar as metas estabelecidas — é amplamente defendida como condição para a eficácia da política monetária. A independência de objetivo — pela qual o banco central define os próprios fins da política monetária — é mais

controversa, pois implica delegação de decisões com implicações distributivas e políticas relevantes a uma instituição não eleita. O regime de metas de inflação brasileiro combina as duas dimensões: o CMN define a meta, enquanto o BCB detém plena autonomia para escolher os instrumentos de sua consecução.

No contexto brasileiro, o debate sobre independência do Banco Central ganhou intensidade após a adoção do regime de metas de inflação. A credibilidade da autoridade monetária passou a ser interpretada como elemento fundamental para o sucesso do novo arranjo institucional. De Mendonça (2004) argumenta que a eficácia da política monetária depende fortemente da percepção dos agentes econômicos acerca do compromisso do Banco Central com estabilidade de preços. Em economias com histórico inflacionário persistente, como a brasileira, essa credibilidade precisa ser construída ao longo do tempo por meio de decisões consistentes e comunicação transparente, não podendo ser simplesmente declarada por decreto institucional.

A independência formal do Banco Central brasileiro foi consolidada em 2021, com a aprovação da Lei Complementar nº 179. O novo arranjo institucional estabeleceu mandatos fixos para presidente e diretores da autoridade monetária, buscando reduzir interferências políticas na condução da política monetária. Defensores da medida — alinhados à justificativa da própria Lei Complementar nº 179 e à literatura sobre credibilidade institucional (DE MENDONÇA, 2004) — argumentam que a autonomia fortalece a credibilidade monetária e reduz a percepção de risco inflacionário. Autores da tradição heterodoxa, contudo, sustentam que o modelo amplia a influência do setor financeiro sobre a política econômica e reduz mecanismos democráticos de controle sobre decisões monetárias (CARVALHO, 2015; OREIRO; PAULA, 2010).

A literatura heterodoxa, contudo, questiona a ideia de neutralidade técnica — a suposição de que a fixação da taxa de juros seria uma decisão puramente instrumental, isenta de escolhas distributivas — associada aos bancos centrais independentes. Carvalho (2015) argumenta que decisões monetárias possuem implicações distributivas relevantes, afetando de forma diferenciada setores produtivos, trabalhadores e detentores de ativos financeiros. Oreiro e Paula (2010) e Nakano (2005) aprofundam esse mecanismo no caso brasileiro: juros estruturalmente elevados ampliam a transferência de renda a detentores de títulos públicos e aplicações de renda fixa, ao mesmo tempo que encarecem o crédito e comprimem o espaço fiscal. Erber (2008; 2011)

interpreta essa lógica como expressão de uma convenção rentista-financeira. A própria literatura sobre transparência monetária reforça que o desenho institucional do banco central não é neutro do ponto de vista distributivo: De Mendonça e Esteves (2018), com base em painel de 37 países em desenvolvimento (1992–2012), encontram evidências de que maior transparência da autoridade monetária contribui para atenuar a desigualdade de renda, ao reduzir vantagens informacionais entre grupos econômicos. A política monetária não pode, portanto, ser interpretada como instrumento puramente técnico, uma vez que envolve escolhas relacionadas à distribuição de renda, emprego e crescimento econômico. Sob essa perspectiva, a independência do banco central não elimina a dimensão política da política monetária — apenas a desloca para uma arena institucional com menor permeabilidade ao processo democrático.

Essa tensão entre tecnocracia e democracia constitui um dos problemas mais delicados do regime de metas de inflação em economias periféricas. A necessidade de preservar a credibilidade perante os mercados financeiros pode levar os bancos centrais a adotar posturas excessivamente contracionistas, mesmo em contextos de baixo crescimento e desemprego elevado — dinâmica que, no Brasil, Oreiro e Paula (2010) associam a um viés sistematicamente restritivo da política monetária —, porque a percepção de risco inflacionário dos agentes financeiros tende a ser mais sensível do que a avaliação das condições efetivas da economia real.

2.2.1 Comunicação Monetária e *Forward Guidance*

A comunicação monetária adquiriu relevância crescente no regime de metas de inflação em razão da centralidade atribuída às expectativas dos agentes econômicos na condução da política monetária contemporânea. A política monetária moderna não opera apenas por meio de alterações efetivas na taxa básica de juros, mas também pela capacidade do banco central de influenciar percepções acerca da trajetória futura da inflação, das condições financeiras e das decisões futuras de política econômica. Nesse contexto, a comunicação institucional passou a constituir instrumento complementar da política monetária, sobretudo após a consolidação das práticas de transparência e previsibilidade adotadas pelos bancos centrais a partir da década de 1990.

Woodford (2003, p. 15-17) argumenta que a eficácia da política monetária depende, em grande medida, da capacidade do banco central de influenciar as expectativas dos agentes

privados. Como as decisões de gasto e formação de preços apresentam caráter prospectivo, as expectativas acerca da trajetória futura dos juros, da inflação e da renda afetam o comportamento econômico corrente. A sinalização da autoridade monetária também repercute sobre as taxas de juros de prazo mais longo e sobre outros preços dos mercados financeiros, por meio das expectativas relativas à trajetória futura das taxas de curto prazo. Nesse contexto, a previsibilidade da política monetária e a coerência entre os compromissos anunciados e as decisões efetivamente adotadas tornam-se relevantes para sua eficácia. A política monetária pode, portanto, ser compreendida, em parte, como um processo de gestão das expectativas, no qual a comunicação do banco central adquire importância na medida em que é sustentada por uma condução sistemática e consistente de suas ações.

O conceito de *forward guidance* emergiu nesse contexto como estratégia de sinalização explícita ou implícita acerca da trajetória futura da política monetária. Blinder et al. (2008) definem *forward guidance* como a utilização da comunicação do banco central para orientar expectativas do mercado em relação ao comportamento futuro da taxa de juros. Esse instrumento ganhou maior importância após a crise financeira internacional de 2008, período em que diversos bancos centrais passaram a utilizar comunicação prospectiva como mecanismo adicional de estímulo econômico em ambientes de juros próximos de zero, nos quais o instrumento convencional da taxa de juros havia atingido seu limite inferior efetivo.

A literatura distingue entre *forward guidance* qualitativo, que fornece orientações gerais sobre a direção da política monetária, e *forward guidance* quantitativo ou condicional, que vincula explicitamente a trajetória dos juros a determinados indicadores econômicos, como nível de desemprego ou inflação projetada (BLINDER et al., 2008). Essa segunda modalidade, adotada pelo Federal Reserve dos Estados Unidos após 2012, representa compromisso mais firme da autoridade monetária e pode ser mais eficaz na ancoragem de expectativas, mas também expõe o banco central a maior rigidez diante de mudanças inesperadas no cenário econômico.

No Brasil, a comunicação monetária tornou-se elemento central do regime de metas de inflação. Atas do Copom, Relatórios de Inflação, comunicados oficiais e entrevistas passaram a exercer função relevante na coordenação das expectativas privadas. Almeida et al. (2017) sustentam que a redução da opacidade do Banco Central — isto é, o fortalecimento da trans-

parência institucional — contribui para orientar expectativas e reduzir a incerteza inflacionária. Montes (2013) observa que a comunicação monetária brasileira exerce influência significativa sobre expectativas de inflação e sobre a formação das taxas futuras de juros, com impactos mensuráveis sobre o mercado financeiro doméstico.

A utilização do *forward guidance* pelo Banco Central do Brasil intensificou-se especialmente durante o período posterior à pandemia de Covid-19, quando a autoridade monetária passou a utilizar sinalizações prospectivas para orientar expectativas acerca da trajetória futura da Selic. A comunicação institucional tornou-se instrumento adicional de ancoragem inflacionária em ambiente marcado por elevada volatilidade cambial, incerteza fiscal e choques inflacionários internacionais. A adoção de linguagem prospectiva nas atas do Copom e nos comunicados pós-reunião passou a ser monitorada de forma sistemática pelos agentes de mercado, evidenciando a centralidade que a comunicação assumiu no funcionamento do regime.

A eficácia da comunicação monetária, contudo, não é incondicional. Ela depende da consistência entre o que o banco central sinaliza e o que efetivamente pratica ao longo do tempo. Episódios em que decisões da autoridade monetária divergem das sinalizações anteriores podem deteriorar a credibilidade e ampliar a incerteza dos agentes, tornando a política monetária menos eficiente. No Brasil, a tensão entre pressões políticas, condições fiscais e objetivos de estabilidade monetária gerou, em determinados momentos, percepções de inconsistência na comunicação do Banco Central, com consequências sobre a ancoragem das expectativas inflacionárias e sobre o custo de desinflação.

Uma limitação relevante do uso das expectativas de mercado como referência para a condução da política monetária brasileira diz respeito à representatividade das projeções consideradas. O Boletim Focus reúne predominantemente estimativas de instituições financeiras e consultorias, embora também conte com participantes do setor real (MINELLA et al., 2003). Desse modo, seus resultados não expressam necessariamente as expectativas do conjunto dos agentes econômicos. Sob uma perspectiva heterodoxa, o peso atribuído a essas projeções na comunicação prospectiva e na avaliação da trajetória inflacionária pode levar a autoridade monetária a incorporar, de forma desproporcional, a aversão ao risco inflacionário característica desse segmento (OREIRO; PAULA, 2010). Nessa interpretação, o *forward guidance* não

constitui instrumento neutro, mas integra um regime orientado à preservação da credibilidade monetária perante os mercados financeiros.

2.3 Taxa Selic e Condução da Política Monetária

No âmbito do Regime de Metas de Inflação brasileiro, a condução da política monetária por meio da taxa Selic pode ser compreendida a partir da lógica expressa pela Regra de Taylor. Segundo Taylor (1993), os bancos centrais modernos tendem a reagir sistematicamente às variações da inflação e do hiato do produto, elevando as taxas de juros diante de pressões inflacionárias e reduzindo-as em contextos recessivos. A chamada Regra de Taylor tornou-se referência importante para a condução monetária contemporânea, influenciando modelos de política econômica em diversos países. No regime de metas de inflação, ela expressa a lógica de que a autoridade monetária deve responder de forma sistemática e previsível às condições macroeconômicas, fortalecendo a credibilidade e reduzindo a incerteza dos agentes.

No Brasil, entretanto, a utilização da Selic apresenta especificidades relevantes. A elevada participação de títulos públicos indexados à taxa básica de juros faz com que alterações na Selic produzam impactos diretos sobre a dívida pública e sobre a rentabilidade dos ativos financeiros. Nakano (2005) argumenta que essa característica contribuiu para consolidar um padrão monetário marcado por juros estruturalmente elevados e por intensa transferência de renda ao setor rentista — os detentores de riqueza financeira remunerada pela taxa básica, sobretudo aplicadores em títulos públicos indexados à Selic —, produzindo efeitos relevantes sobre o custo da dívida pública, a dinâmica fiscal e o investimento produtivo. Em perspectiva semelhante, Erber (2008) sustenta que o regime macroeconômico brasileiro consolidou uma lógica de financeirização — a crescente subordinação da dinâmica econômica à valorização de ativos financeiros, em detrimento do investimento produtivo —, na qual a rentabilidade dos ativos financeiros passou a ocupar posição privilegiada, limitando a capacidade de expansão sustentada do setor produtivo (como se detalha na Seção 2.4).

Mishkin (2000) sustenta que a previsibilidade conferida pela Selic reduziu incertezas e ancorou expectativas. O trade-off entre juros elevados e crescimento é reconhecido por ambas as tradições; o que as separa é a interpretação. Para a ortodoxia, trata-se de custo transitório e necessário à estabilização (BLANCHARD, 2007). Já Oreiro e Paula (2010), em sentido oposto,

sustentam que, no Brasil, esse custo é estrutural e persistente: o uso recorrente de juros elevados deprime o investimento produtivo e a competitividade industrial, configurando tensão duradoura entre estabilidade monetária e desenvolvimento.

2.3.1 Dominância Fiscal e Política Monetária no Brasil

O debate sobre dominância fiscal ocupa posição relevante na análise da política monetária brasileira, ainda que a evidência e a própria formulação teórica recomendem tratá-lo como risco e hipótese analítica, e não como diagnóstico permanente do regime brasileiro. A literatura econômica define dominância fiscal como a situação na qual a condução da política monetária passa a ser condicionada pela trajetória das contas públicas e pela sustentabilidade da dívida governamental (SARGENT; WALLACE, 1981). Nessas circunstâncias, elevações da taxa de juros destinadas ao controle inflacionário podem produzir efeitos contraditórios ao ampliar o custo da dívida pública e deteriorar as expectativas fiscais. Sargent e Wallace (1981) argumentam que, em ambientes de fragilidade fiscal, a política monetária perde parte de sua autonomia, uma vez que aumentos persistentes da taxa de juros tendem a elevar a necessidade futura de financiamento do setor público.

No caso brasileiro, a elevada participação dos títulos públicos indexados à taxa Selic torna particularmente intensa a relação entre política monetária e dívida pública. Nakano (2005) observa que a manutenção de juros estruturalmente elevados ampliou significativamente os custos fiscais associados ao serviço da dívida pública, contribuindo para fortalecer mecanismos rentistas e elevar a transferência de renda ao setor financeiro. A taxa Selic passou a exercer influência não apenas sobre a inflação e a demanda agregada, mas também sobre a própria dinâmica de sustentabilidade fiscal do Estado brasileiro. Oreiro e Paula (2010) sustentam que a política monetária brasileira operou frequentemente sob tensão entre credibilidade monetária e restrições fiscais, de modo que a elevação da Selic para conter expectativas inflacionárias pode, em determinadas circunstâncias, gerar deterioração fiscal adicional — sem que isso implique, por si só, a existência permanente de dominância fiscal.

A literatura heterodoxa argumenta que a interação entre juros elevados, dívida pública e rentabilidade financeira contribuiu para consolidar um regime macroeconômico caracterizado pela predominância da lógica financeira sobre o investimento produtivo. Bresser-Pereira (2009)

observa que economias emergentes submetidas à elevada remuneração dos ativos financeiros tendem a apresentar apreciação cambial persistente, baixo dinamismo industrial e crescimento econômico limitado. A discussão sobre o risco de dominância fiscal tornou-se ainda mais relevante após a pandemia de Covid-19, período marcado pela ampliação dos gastos públicos, deterioração fiscal e forte elevação das taxas de juros internacionais. A análise desse vínculo evidencia, portanto, que a política monetária não pode ser interpretada isoladamente da estrutura fiscal e financeira da economia: sua eficácia depende não apenas da capacidade do Banco Central de controlar expectativas inflacionárias, mas também da interação entre juros, dívida pública, câmbio e crescimento econômico.

2.4 Debate Ortodoxo e Heterodoxo sobre Política Monetária

O debate entre ortodoxia e heterodoxia monetária constitui um dos principais eixos da macroeconomia contemporânea e oferece perspectivas analíticas indispensáveis para a avaliação crítica do Regime de Metas de Inflação (RMI). A tensão entre essas abordagens não se reduz a divergências técnicas acerca de modelos e instrumentos: ela envolve interpretações fundamentalmente distintas sobre a natureza da inflação, o papel da moeda na economia e os objetivos prioritários da política macroeconômica. No caso brasileiro, esse debate assume relevância particular em razão das especificidades estruturais da economia nacional — elevada concentração bancária, vulnerabilidade externa, histórico inflacionário persistente e forte dependência dos fluxos internacionais de capitais —, que condicionam tanto a eficácia dos instrumentos monetários quanto os custos associados ao uso recorrente da taxa Selic como principal mecanismo de estabilização.

A perspectiva ortodoxa fundamenta-se na premissa de que a estabilidade de preços deve representar o objetivo prioritário da política monetária, sendo considerada condição necessária — ainda que não suficiente — para o crescimento econômico sustentável. Nessa abordagem, a inflação é interpretada predominantemente como fenômeno monetário associado ao excesso de demanda agregada e à desancoragem das expectativas inflacionárias (MISHKIN, 2000). A consolidação dessa interpretação ocorreu a partir das contribuições de Friedman (1968), que questionou a eficácia das políticas expansionistas no longo prazo, e de Lucas (1976), cujo modelo de expectativas racionais sugeria que agentes bem informados antecipariam os efeitos

das intervenções monetárias, neutralizando seus impactos reais.

A incorporação das expectativas ao núcleo analítico da teoria monetária levou ao fortalecimento da ideia de credibilidade institucional como elemento essencial da estabilidade macroeconômica. Kydland e Prescott (1977) demonstraram que autoridades monetárias sujeitas à discricionariedade enfrentam problemas de inconsistência temporal: possuem incentivos para estimular a atividade econômica no curto prazo, ainda que ao custo de maior inflação futura. Essa análise forneceu as bases teóricas para a defesa da independência dos bancos centrais e para a adoção de regras monetárias explícitas, das quais o regime de metas de inflação constitui o modelo mais difundido. Bernanke e Mishkin (1997) argumentam que metas numéricas públicas de inflação ampliam a transparência da política monetária, reduzem a incerteza dos agentes e fortalecem a credibilidade da autoridade monetária. Blanchard (2007) observa que a estabilidade inflacionária reduz prêmios de risco e melhora o ambiente para decisões de investimento de longo prazo, favorecendo o crescimento econômico sustentável.

No caso brasileiro, a adoção do RMI em 1999 foi interpretada pela literatura ortodoxa como avanço institucional decisivo. Bogdanski, Tombini e Werlang (2000) sustentam que o novo regime substituiu a âncora cambial por um mecanismo mais robusto de coordenação das expectativas, compatível com a adoção do câmbio flutuante e com a abertura financeira da economia. A trajetória inflacionária pós-1999 — marcada por taxas significativamente inferiores às registradas na era da hiperinflação — é frequentemente apresentada como evidência da eficácia do regime. De Mendonça (2004) sustenta que a credibilidade construída pelo BCB reduziu os custos de desinflação e permitiu ancorar expectativas com movimentos menos intensos da taxa de juros — leitura que a tradição heterodoxa, como se verá, questiona quanto à sua magnitude e aos custos que ela omite.

A tradição pós-keynesiana apresenta interpretação fundamentalmente distinta. Keynes (1936) argumentava que economias capitalistas são marcadas por incerteza estrutural e instabilidade financeira endógena, o que reduz a capacidade autorreguladora dos mercados. A divergência decisiva com a ortodoxia não está no curto prazo — onde mesmo os modelos novo-keynesianos, por conta das rigidezes nominais, admitem efeitos reais da política monetária —, mas no longo prazo: enquanto a ortodoxia sustenta a neutralidade monetária de longo prazo, a

perspectiva pós-keynesiana afirma que a moeda não é neutra nem no longo prazo, afetando de forma persistente decisões de investimento, preferência pela liquidez e trajetórias de crescimento. Diferentemente da abordagem dos fundos emprestáveis, na qual o juro equilibra poupança e investimento, para Keynes (1936) a taxa de juros é um fenômeno monetário: é a recompensa por abrir mão da liquidez, determinada pela preferência dos agentes por reter moeda e pela oferta monetária, e não pelas forças reais da poupança. Daí decorre que a taxa de juros pode se estabelecer em patamar incompatível com o pleno emprego, sem que os mercados a corrijam automaticamente. Minsky (1986) aprofundou essa interpretação ao demonstrar que períodos prolongados de estabilidade financeira estimulam a expansão do endividamento, aumentam a tomada de risco e elevam a fragilidade sistêmica — um ciclo que não pode ser corrigido apenas por ajustes na taxa básica de juros.

No caso brasileiro, a crítica heterodoxa concentra-se nos custos macroeconômicos associados à manutenção de taxas reais de juros estruturalmente elevadas. Nakano (2005) argumenta que o regime monetário brasileiro consolidou um padrão no qual a política monetária opera sob viés persistentemente contracionista, ampliando o custo fiscal da dívida pública, favorecendo estratégias rentistas e desincentivando o investimento produtivo. Oreiro e Paula (2010) sustentam que a utilização recorrente da Selic como principal instrumento anti-inflacionário restringe o crescimento econômico, deprecia a estrutura industrial e perpetua tensões entre estabilidade nominal e desenvolvimento econômico de longo prazo.

Erber (2008) oferece contribuição relevante ao analisar o que denomina convenção de desenvolvimento rentista-financeira — referência analítica desta seção para o processo de financeirização. Segundo o autor, a economia brasileira passou a operar sob uma lógica na qual a centralidade dos ganhos financeiros — assegurada pela elevada remuneração dos títulos públicos — tornou-se elemento estruturante da dinâmica econômica. Nessa convenção, a estabilidade monetária é associada à preservação de altas taxas de juros, enquanto o investimento produtivo é preterido em favor de aplicações financeiras de baixo risco e alta liquidez. Bresser-Pereira e Nakano (2002) acrescentam que parcela significativa das pressões inflacionárias no Brasil decorre de choques de oferta, volatilidade cambial e conflitos distributivos, e não de excesso de demanda — o que limita a eficácia de uma política monetária excessivamente contracionista e

impõe custos recessivos desnecessários.

A dimensão distributiva da política monetária constitui outro ponto central da crítica heterodoxa. Carvalho (2015) argumenta que decisões sobre a taxa de juros possuem implicações distributivas relevantes, afetando de forma diferenciada setores produtivos, trabalhadores e detentores de ativos financeiros. A elevação da Selic encarece o crédito ao consumidor, restringe o investimento das empresas e amplia os custos de financiamento habitacional, comercial e produtivo. Ao mesmo tempo, favorece detentores de títulos públicos e aplicações de renda fixa — segmentos tipicamente mais capitalizados. Juros elevados também aumentam o volume de recursos públicos destinados ao serviço da dívida, reduzindo o espaço fiscal para investimentos sociais, infraestrutura e políticas de desenvolvimento. A perspectiva ortodoxa oferece contraponto relevante nesse ponto: a inflação é frequentemente descrita como o mais regressivo dos tributos, por corroer o poder de compra dos estratos de menor renda, que dispõem de menos instrumentos de proteção. Sob essa ótica, o controle inflacionário teria, em si, efeito distributivo progressivo. A crítica heterodoxa não nega esse argumento, mas contrapõe que, no Brasil, o custo distributivo dos juros elevados — transferência de renda a detentores de ativos financeiros e compressão do espaço fiscal para gasto social — pode superar o ganho distributivo da estabilidade de preços (CARVALHO, 2015; NAKANO, 2005; OREIRO; PAULA, 2010; ERBER, 2008).

A comparação entre as duas perspectivas revela divergências que vão além da esfera técnica e alcançam o campo da economia política. Para a ortodoxia, a credibilidade do banco central é condição indispensável para a eficácia da política monetária e deve ser preservada por meio da consistência das regras e da transparência institucional. Para a heterodoxia, a credibilidade não é uma categoria neutra: ela é definida em função de interesses específicos — sobretudo os do setor financeiro — e pode tornar-se obstáculo à formulação de políticas compatíveis com desenvolvimento produtivo e inclusão social. O Quadro 1 sintetiza as principais divergências entre as duas abordagens.

A análise do debate ortodoxo-heterodoxo evidencia que nenhuma das abordagens, isoladamente, consegue abarcar toda a complexidade da experiência brasileira. A perspectiva ortodoxa oferece ferramentas analíticas robustas para compreender a importância da credibili-

Quadro 1 – Principais divergências entre abordagens ortodoxa e heterodoxa sobre política monetária

Dimensão	Perspectiva Ortodoxa	Perspectiva Heterodoxa
Natureza da inflação	Excesso de demanda; expectativas desancoradas	Fatores estruturais, cambiais e distributivos
Papel da taxa de juros	Instrumento eficaz e neutro no longo prazo	Afeta distribuição, investimento e dívida pública
Credibilidade	Essencial; construída via regras e autonomia institucional	Definida em função dos interesses financeiros dominantes
Crescimento vs. inflação	Estabilidade é pré-condição para crescimento	Juros altos limitam crescimento e investimento produtivo
Efeitos distributivos	Secundários; a inflação é o pior imposto	A política monetária redistribui renda regressivamente

Fonte: Elaboração própria com base na literatura revisada.

dade institucional e da ancoragem das expectativas, variáveis decisivas em uma economia com histórico de inflação persistente. A abordagem heterodoxa, por sua vez, ilumina dimensões frequentemente negligenciadas pela literatura convencional: os efeitos distributivos da política monetária, a interação entre taxa de juros e estrutura produtiva, os custos fiscais dos juros elevados e a influência das finanças sobre a dinâmica macroeconômica.

A experiência brasileira sob o RMI sugere que a tensão entre estabilidade de preços e desenvolvimento econômico não é apenas teórica: ela se manifesta concretamente na trajetória histórica dos juros reais, na evolução da dívida pública, no processo de desindustrialização relativa e na persistência de desigualdades estruturais. A avaliação crítica do regime exige, portanto, integrar a dimensão da estabilidade nominal à análise de seus custos econômicos, sociais e distributivos — e reconhecer que a política monetária, ao definir o nível da taxa básica de juros, não apenas controla a inflação, mas também organiza hierarquias de rentabilidade, distribui renda entre agentes e condiciona as trajetórias de crescimento e desenvolvimento.

2.5 Particularidades Estruturais da Economia Brasileira

A compreensão da política monetária brasileira exige a análise das características estruturais da economia nacional. A elevada concentração bancária, a forte participação do setor público nos mercados financeiros, a vulnerabilidade externa e a relativa baixa profundidade do mercado de crédito condicionam significativamente o funcionamento dos canais de transmissão

monetária. Essa baixa profundidade é mensurável: o saldo de crédito do Sistema Financeiro Nacional situou-se em torno de 53% do PIB em 2023 (BCB, 2023), patamar bastante inferior ao das economias avançadas, onde a relação crédito/PIB supera com folga 100%. Quanto menor a parcela da atividade econômica que depende de crédito, menor a superfície sobre a qual a variação da Selic se propaga ao gasto privado — o que já delimita, de partida, a potência do canal do crédito. Carvalho (2015) argumenta que o sistema financeiro brasileiro opera sob forte poder de mercado, reduzindo a sensibilidade das taxas finais de empréstimos às variações da taxa Selic.

A presença de títulos públicos indexados à Selic fortalece mecanismos rentistas e amplia os impactos fiscais das decisões monetárias. Nakano (2005) sustenta que essa característica contribuiu para consolidar uma estrutura financeira orientada à valorização dos ativos financeiros em detrimento do investimento produtivo. A elevada remuneração proporcionada pelos títulos públicos reduz o incentivo dos bancos a ampliarem a oferta de crédito ao setor privado em condições competitivas, contribuindo para a persistência de spreads elevados e limitando a eficácia do canal do crédito como mecanismo de transmissão da política monetária.

A vulnerabilidade externa constitui outro elemento estrutural de relevância. A dependência dos fluxos internacionais de capitais expõe a economia doméstica às oscilações dos mercados globais e à percepção de risco associada às economias emergentes. Cabe notar que essa restrição não é neutralizada pelo câmbio flutuante: como demonstra Rey (2015), sob livre mobilidade de capitais o ciclo financeiro global condiciona as políticas monetárias nacionais independentemente do regime cambial, convertendo o clássico trilema em um dilema. A autonomia monetária permanece, assim, limitada mesmo com câmbio flexível. No Brasil, essa limitação assume a forma de um viés contracionista estrutural: na hierarquia de moedas, o real ocupa posição subordinada e oferece menor prêmio de liquidez, de modo que a manutenção de diferenciais de juros elevados torna-se condição para atrair e reter capitais (PAULA; FRITZ; PRATES, 2017; KALTENBRUNNER; PAINCEIRA, 2018). Alterações na Selic passam, portanto, a refletir não apenas condições inflacionárias domésticas, mas também a necessidade de preservar a atratividade dos ativos brasileiros diante do cenário internacional.

A literatura heterodoxa destaca, ainda, limitações associadas à própria formação histórica

da economia brasileira. Gargalos produtivos, dependência tecnológica e baixa complexidade industrial tornam a economia mais dependente de insumos e bens importados; em consequência, parcela relevante das pressões de preços origina-se de choques de oferta e de custo — repasses cambiais, preços de commodities e administrados —, e não de excesso de demanda. Como o instrumento de juros opera sobretudo pela contração da demanda agregada, sua eficácia diante de uma inflação de natureza predominantemente estrutural e de custo é limitada: a política monetária tende a produzir efeitos recessivos significativos sem atacar a origem imediata dos processos inflacionários (BRESSER-PEREIRA; NAKANO, 2002).

As especificidades institucionais e estruturais da economia brasileira tornam o estudo dos canais de transmissão monetária particularmente relevante. A eficácia da política monetária depende não apenas da atuação do Banco Central, mas também das condições financeiras, cambiais e produtivas que condicionam o funcionamento da economia nacional. A análise da política monetária brasileira exige, portanto, abordagem teórica capaz de articular estabilidade monetária, estrutura financeira e desenvolvimento econômico, reconhecendo que os mecanismos de transmissão operam de maneira heterogênea e estruturalmente condicionada.

3. Canais de Transmissão da Política Monetária

A análise dos canais de transmissão da política monetária ocupa posição central na compreensão do funcionamento do Regime de Metas de Inflação (RMI), pois permite examinar de que maneira as decisões da autoridade monetária se propagam pela economia até afetarem a inflação, o produto, o crédito, o investimento, a taxa de câmbio e as expectativas dos agentes econômicos. A literatura monetária moderna compreende a transmissão da política monetária como um processo indireto, heterogêneo e condicionado por fatores institucionais. Mishkin (1995; 2001) argumenta que a política monetária não afeta a inflação de maneira imediata, mas por meio de mecanismos intermediários que alteram as decisões de gasto, financiamento, formação de preços e composição de portfólios. Bernanke e Gertler (1995) reforçam que imperfeições financeiras e assimetrias de informação tornam a transmissão monetária mais complexa do que sugerem os modelos tradicionais centrados exclusivamente na taxa de juros. Blanchard (2007), por sua vez, observa que a política monetária atua sobre a demanda agregada principalmente por meio da taxa de juros real, das expectativas e das condições financeiras.

No Brasil, os canais de transmissão não operam em um ambiente institucional neutro. A concentração bancária, os elevados spreads, a indexação financeira, a forte participação dos títulos públicos na composição da riqueza financeira, a sensibilidade cambial e o histórico inflacionário condicionam a forma pela qual a taxa Selic se transmite à economia real. Nakano (2005), Oreiro e Paula (2010) e Erber (2008) sustentam que a política monetária brasileira foi historicamente marcada por juros reais elevados, o que produziu efeitos relevantes sobre a dívida pública, o investimento produtivo, o câmbio e a estrutura financeira. Essa especificidade exige que os canais de transmissão sejam analisados não apenas como mecanismos técnicos, mas também como expressões de uma configuração macroeconômica marcada pela financeirização, pela vulnerabilidade externa e por restrições estruturais ao crescimento econômico.

3.1 Canal da Taxa de Juros

O canal da taxa de juros constitui o mecanismo mais tradicional de transmissão da política monetária e ocupa posição central nos modelos novo-keynesianos. Sua lógica fundamenta-se na relação entre a taxa básica de juros definida pelo banco central, as taxas praticadas no mercado,

o custo de oportunidade do consumo presente, o investimento produtivo e a demanda agregada. Taylor (1993) formalizou essa interpretação ao propor uma regra de reação segundo a qual a autoridade monetária ajusta a taxa nominal de juros em resposta aos desvios da inflação em relação à meta e do produto em relação ao seu nível potencial. Nessa perspectiva, a elevação da taxa de juros real reduz o consumo de bens duráveis, desestimula o investimento privado e diminui as pressões inflacionárias decorrentes do excesso de demanda.

Mishkin (1995) argumenta que o canal opera principalmente pela taxa de juros real de longo prazo: a decisão do banco central afeta a taxa básica de curto prazo, mas seus efeitos sobre investimento e consumo dependem da transmissão para a estrutura a termo. No Brasil, essa transmissão é peculiar — a expressiva participação de títulos públicos indexados à Selic condiciona o repasse ao longo da curva de juros e amplia os efeitos fiscais e patrimoniais das decisões monetárias, enfraquecendo a potência do canal já em sua origem (NAKANO, 2005; MENDONÇA, 2001; BARBOSA, 2009). No regime de metas, a Selic passou a ser o instrumento operacional central da autoridade monetária (BOGDANSKI; TOMBINI; WERLANG, 2000), funcionando como referência para as condições de liquidez, o custo do crédito, a remuneração dos títulos públicos e a atratividade relativa dos ativos financeiros.

No Brasil, entretanto, a eficácia desse canal é estruturalmente limitada: a concentração bancária e os spreads elevados rompem a correspondência entre a variação da Selic e as taxas efetivamente enfrentadas por famílias e empresas. Mesmo em períodos de redução da taxa básica de juros, o custo final do crédito pode permanecer elevado em razão da concentração bancária, da inadimplência, da carga tributária, dos custos administrativos e das elevadas margens financeiras das instituições bancárias. O spread bancário médio no Brasil situou-se historicamente entre 20 e 40 pontos percentuais acima da Selic para operações de crédito destinadas a pessoas físicas e entre 10 e 25 pontos percentuais para pessoas jurídicas — níveis significativamente superiores aos observados em economias comparáveis (BCB, 2023).

Nakano (2005) argumenta que a economia brasileira consolidou um padrão no qual taxas reais de juros persistentemente elevadas ampliam o custo fiscal da dívida pública e favorecem aplicações financeiras indexadas à própria taxa básica de juros. Esse arranjo reduz a potência expansionista de cortes na Selic, uma vez que parcela significativa da renda financeira dos

agentes está vinculada à remuneração de títulos públicos. O canal da taxa de juros, portanto, não atua apenas sobre o consumo e o investimento, mas também sobre a distribuição de renda, a dinâmica fiscal e o comportamento rentista. Oreiro e Paula (2010) reforçam que a elevação recorrente da Selic para conter pressões inflacionárias pode restringir a formação de capital, apreciar a taxa de câmbio e comprometer a competitividade da indústria nacional.

A literatura empírica do Banco Central do Brasil reconhece que a taxa de juros representa um dos principais canais de transmissão da política monetária, mas também indica que seus efeitos ocorrem com defasagens e dependem do estado da economia, das expectativas e das condições financeiras. A análise crítica desse canal revela que sua eficácia não pode ser medida apenas pela capacidade de reduzir a inflação: a política monetária pode ser efetiva no controle de preços e simultaneamente gerar custos relevantes sobre o produto, o emprego, o investimento e a dívida pública.

3.2 Canal do Crédito

O canal do crédito surgiu como aprofundamento da análise tradicional da transmissão monetária, especialmente a partir da constatação de que alterações na taxa de juros não explicam integralmente os efeitos da política monetária sobre a economia real. Bernanke e Gertler (1995) argumentam que a política monetária atua não apenas por meio do preço do crédito, mas também por intermédio da disponibilidade de financiamento. A existência de assimetrias de informação, custos de agência, restrições de balanço e imperfeições nos mercados financeiros faz com que mudanças na política monetária alterem a capacidade de famílias e empresas de acessar recursos, amplificando os efeitos sobre o consumo e o investimento — mecanismo cuja intensidade, como se verá, é fortemente condicionada no Brasil pela concentração bancária e pelo peso do crédito direcionado.

A literatura distingue duas dimensões principais do canal do crédito: o canal dos empréstimos bancários e o canal do balanço patrimonial. O primeiro opera pela capacidade dos bancos de expandir ou restringir a oferta de crédito diante de alterações na política monetária. O segundo atua por meio do impacto das taxas de juros e dos preços dos ativos sobre o patrimônio líquido dos tomadores, afetando sua capacidade de oferecer garantias e obter financiamento. Bernanke e Gertler (1995) sustentam que, em períodos de aperto monetário, empresas

financeiramente frágeis enfrentam maior dificuldade de acesso ao crédito, o que intensifica a contração do investimento e da atividade econômica. No Brasil, os dois subcanais operam com potência desigual: o canal dos empréstimos bancários é limitado pela concentração e pela ampla participação do crédito direcionado, enquanto o canal do balanço patrimonial é atenuado pela baixa profundidade do mercado de capitais, que restringe o conjunto de agentes cujo patrimônio líquido reage aos preços dos ativos.

No Brasil, o canal do crédito apresenta relevância teórica significativa, embora sua eficácia seja condicionada por características estruturais do sistema financeiro nacional. A presença do crédito direcionado assume papel particularmente importante, uma vez que parcela expressiva do crédito brasileiro esteve historicamente vinculada a linhas subsidiadas ou reguladas — como financiamento habitacional, crédito rural e operações do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Esse tipo de crédito tende a responder de forma menos direta às variações da taxa Selic, reduzindo a potência do canal tradicional de transmissão monetária. Estudos do Banco Central do Brasil indicam que a participação do crédito direcionado no total do crédito atingiu aproximadamente 45% a 50% do saldo em meados da década de 2010. Desde então recuou de forma moderada, mas permanece elevada: ao final de 2023, o saldo de crédito direcionado somava cerca de R\$2,4 trilhões, aproximadamente 42% do saldo total de crédito do Sistema Financeiro Nacional, então em torno de R\$5,78 trilhões (BCB, 2023). A persistência desse patamar reforça o diagnóstico de que parcela expressiva do crédito brasileiro responde de forma apenas indireta às variações da Selic.

A elevada concentração bancária representa outro fator limitante. Carvalho (2015) destaca que o sistema bancário brasileiro opera com forte poder de mercado, o que reduz a sensibilidade das taxas finais de empréstimos às variações da Selic. O canal do crédito também é afetado pela desigualdade de acesso ao sistema financeiro: famílias de menor renda e empresas de menor porte enfrentam custos de financiamento mais elevados, maior exigência de garantias e maior vulnerabilidade aos ciclos de aperto monetário.

A literatura crítica aponta que o canal do crédito é limitado pela própria estrutura rentista do sistema financeiro brasileiro. Nakano (2005) argumenta que a elevada rentabilidade dos títulos públicos reduz os incentivos para que os bancos ampliem o crédito produtivo em condições

competitivas. Oreiro e Paula (2010) sustentam que a fragilidade do canal do crédito contribui para limitar os efeitos expansionistas das reduções da taxa Selic, configurando uma assimetria relevante: a política monetária mostra-se mais eficaz para contrair a demanda agregada do que para estimulá-la. Erber (2008) interpreta esse fenômeno como expressão da financeirização da economia brasileira, na qual a intermediação financeira tende a privilegiar ganhos de curto prazo em detrimento do financiamento da produção.

3.3 Canal Cambial

O canal cambial constitui um dos mecanismos mais relevantes de transmissão da política monetária em economias abertas, especialmente em países emergentes sujeitos à volatilidade dos fluxos internacionais de capitais. Mishkin (1995) observa que, em regimes de câmbio flexível, uma elevação da taxa de juros doméstica tende a aumentar a atratividade dos ativos denominados em moeda nacional, estimulando a entrada de capitais e a apreciação cambial. A valorização da moeda reduz o preço dos bens importados e pode contribuir para a desaceleração da inflação.

No Brasil, o canal cambial tornou-se particularmente relevante após a adoção do regime de câmbio flutuante em 1999. O grau de repasse cambial para os preços — *exchange rate pass-through* — constitui variável essencial para a avaliação da potência desse mecanismo de transmissão. Estudos do Banco Central do Brasil indicam que o *pass-through* cambial varia ao longo do tempo, sendo influenciado pelo nível de atividade econômica, pela credibilidade da política monetária e pela persistência dos choques cambiais. Estimativas sugerem que uma variação de 10% na taxa de câmbio pode produzir impacto entre 1% e 3% sobre o IPCA no horizonte de doze a dezoito meses, a depender do contexto macroeconômico (BCB, 2023).

Barbosa (2008) argumenta que a política monetária brasileira utilizou, com frequência, taxas de juros elevadas como instrumento de contenção das pressões cambiais e de redução dos impactos inflacionários decorrentes da depreciação do real. A apreciação cambial associada ao diferencial de juros favoreceu as importações, reduziu pressões inflacionárias de curto prazo e, simultaneamente, prejudicou setores industriais expostos à concorrência externa. Oreiro et al. (2021) sustentam que essa combinação contribuiu para o processo de desindustrialização precoce da economia brasileira, na medida em que a valorização persistente da moeda nacional

comprometeu a competitividade industrial do país.

De Mendonça e Tiberto (2017) observam que o canal cambial também é relevante porque o repasse cambial aos preços interage com a credibilidade da autoridade monetária: em economias com histórico inflacionário, movimentos bruscos da taxa de câmbio podem alterar rapidamente as expectativas de inflação, levando o Banco Central a reagir preventivamente por meio da taxa Selic. Montes (2013) reforça que a credibilidade da autoridade monetária influencia a forma como os choques cambiais são incorporados às expectativas dos agentes: bancos centrais considerados críveis conseguem evitar que depreciações temporárias se transformem em desancoragem inflacionária persistente.

A análise crítica do canal cambial revela que sua eficácia antiinflacionária pode estar associada a custos estruturais relevantes. A apreciação cambial reduz os preços dos bens importados e contribui para controlar a inflação, mas pode prejudicar a indústria, estimular déficits externos e reforçar a dependência de commodities e de fluxos financeiros. O canal cambial não deve ser interpretado apenas como mecanismo técnico de transmissão monetária, mas como dimensão estratégica da inserção internacional da economia brasileira.

3.4 Canal dos Preços dos Ativos

O canal dos preços dos ativos refere-se ao mecanismo por meio do qual alterações na política monetária afetam o valor de ativos financeiros e reais, como ações, títulos públicos, imóveis e outros instrumentos de riqueza. Mishkin (2001) argumenta que a política monetária influencia os preços dos ativos por intermédio da taxa de desconto aplicada aos fluxos de rendimentos futuros. Esse mecanismo, contudo, opera no Brasil sob condições específicas, examinadas a seguir. Uma elevação da taxa de juros reduz o valor presente desses ativos, diminui a riqueza financeira dos agentes e pode contrair consumo e investimento. No Brasil, contudo, esse efeito riqueza é limitado: a baixa profundidade do mercado de capitais e a reduzida participação das famílias em ativos marcados a mercado restringem o alcance do canal sobre o consumo agregado.

A literatura monetária relaciona esse canal ao chamado efeito riqueza: famílias que possuem ativos financeiros ou imobiliários tendem a ajustar seu consumo conforme percebem alterações em seu patrimônio. O canal dos preços dos ativos também se articula ao canal

do balanço patrimonial: Bernanke e Gertler (1995) argumentam que a redução do valor dos ativos diminui a capacidade dos agentes de oferecer garantias, restringindo o acesso ao crédito e desestimulando o investimento.

No Brasil, o canal dos preços dos ativos apresenta especificidades associadas à estrutura financeira nacional. A elevada participação dos títulos públicos na composição da riqueza financeira faz com que a taxa Selic exerça influência direta sobre a rentabilidade dos ativos de renda fixa. Nakano (2005) observa que taxas de juros elevadas tornam os títulos públicos extremamente atrativos, estimulando a alocação em aplicações de baixo risco em detrimento do investimento produtivo. Simetricamente, o princípio geral do canal (MISHKIN, 2001) sugere que quedas da taxa básica tendem a deslocar recursos para ativos alternativos — ações, fundos imobiliários e outros instrumentos —, dinâmica observável no mercado brasileiro.

Erber (2008) interpreta esse fenômeno como expressão do processo de financeirização da economia brasileira, no qual a intermediação financeira tende a privilegiar ganhos de curto prazo em detrimento do financiamento da produção e da expansão da capacidade produtiva. A relevância crescente dos fundos de investimento, da previdência privada e do mercado de capitais ampliou a importância do canal dos preços dos ativos na economia brasileira ao longo das últimas décadas. Como a remuneração dos títulos públicos beneficia sobretudo os estratos mais capitalizados, ao passo que a elevação dos juros encarece o financiamento dos demais agentes, o canal dos preços dos ativos deve ser compreendido não apenas como mecanismo de transmissão monetária, mas também como canal distributivo e patrimonial — expressão, no plano da riqueza, da financeirização discutida ao longo deste trabalho.

3.5 Canal das Expectativas

O canal das expectativas constitui um dos mecanismos mais relevantes no âmbito do Regime de Metas de Inflação (RMI). Sua lógica fundamenta-se na capacidade da autoridade monetária de influenciar a percepção dos agentes econômicos acerca da inflação futura, da trajetória da taxa de juros e do compromisso institucional com a estabilidade de preços. Bernanke e Mishkin (1997) argumentam que o RMI funciona não apenas como uma regra operacional de política monetária, mas também como um mecanismo de comunicação destinado a coordenar as expectativas privadas. A política monetária torna-se mais eficaz quando os agentes acreditam

que o banco central será capaz de conduzir a inflação à meta no horizonte relevante.

Woodford (2003, p. 15-17) argumenta que a política monetária moderna pode ser compreendida essencialmente como um mecanismo de gerenciamento das expectativas privadas. A credibilidade do banco central passa, portanto, a depender não apenas de suas decisões correntes, mas também da consistência e da previsibilidade de sua comunicação. O conceito de *forward guidance* emergiu nesse contexto como estratégia de sinalização explícita acerca da trajetória futura da política monetária, adquirindo maior relevância após a crise financeira internacional de 2008 (BLINDER et al., 2008).

No Brasil, o canal das expectativas adquiriu centralidade após a adoção do RMI em 1999. De Mendonça (2004) apresenta contribuição relevante ao analisar a credibilidade do regime de metas, sustentando que bancos centrais considerados críveis conseguem produzir maior impacto sobre as expectativas inflacionárias por meio de movimentos menos intensos da taxa de juros. Almeida et al. (2017) complementam essa leitura ao mostrar que maior transparência monetária reduz a incerteza inflacionária associada à opacidade das preferências do banco central. Montes (2013) argumenta que a comunicação do Banco Central — por intermédio das atas do Comitê de Política Monetária (Copom), dos Relatórios de Inflação e de comunicados oficiais — exerce influência direta sobre a formação das expectativas do mercado. Nesse contexto, o Boletim Focus consolidou-se como importante referência para o monitoramento das expectativas econômicas, desempenhando papel relevante na comunicação monetária e na avaliação do grau de ancoragem inflacionária.

Minella et al. (2003) descrevem que, na operacionalização do regime de metas brasileiro, as expectativas de inflação são monitoradas sistematicamente, ainda que reflitam predominantemente as percepções dos agentes do mercado financeiro. De Mendonça (2004) demonstra que a divergência entre expectativas e metas constitui a própria base para a mensuração da credibilidade do regime: desvios persistentes podem sinalizar perda de credibilidade ou a percepção de choques duradouros, levando a autoridade monetária a reagir de forma mais firme para evitar que a desancoragem se propague para preços e salários (MONTES, 2013).

A literatura heterodoxa, por sua vez, questiona a centralidade excessiva atribuída às percepções do mercado financeiro. Como já assinalado (Seções 2.3 e 2.4), autores heterodoxos

questionam o custo de perseguir credibilidade via juros elevados. No que toca especificamente às expectativas, o ponto relevante é outro: a eficácia da ancoragem depende da consistência entre a sinalização do Banco Central e sua prática efetiva ao longo do tempo. Erber (2008) interpreta a lógica de credibilidade associada a juros elevados como expressão de uma determinada correlação de interesses no interior da economia brasileira.

O canal das expectativas, contudo, não pode ser descartado como mera construção institucional. A experiência brasileira recente o comprova: entre 2021 e 2022, a desancoragem das expectativas — as projeções do Boletim Focus para o IPCA de 2021 aproximaram-se de 10%, ante teto de 5,25%, e as de 2022 romperam o limite superior da meta — levou o Copom a promover um dos ciclos de aperto mais intensos do mundo, elevando a Selic de 2% para 13,75% ao ano em doze altas consecutivas entre março de 2021 e agosto de 2022. Como o próprio Banco Central reconhece, o custo de reconduzir a inflação à meta é significativamente maior quando as expectativas estão desancoradas, o que exige respostas monetárias mais firmes (BCB, 2021; BCB, 2023). O episódio ilustra que a coordenação das expectativas é indispensável, porém insuficiente quando desacompanhada de políticas fiscais, cambiais e produtivas compatíveis com a estabilidade macroeconômica.

3.6 Síntese Comparativa dos Canais

A análise comparativa dos cinco canais de transmissão permite identificar um padrão de eficácia heterogênea da política monetária brasileira. O Quadro 2 sintetiza as principais características, potencialidades e limitações associadas a cada canal de transmissão no contexto do Regime de Metas de Inflação.

Os canais cambial e das expectativas assumem papel particularmente relevante na economia brasileira, sobretudo em razão da elevada sensibilidade do país aos fluxos internacionais de capitais, às oscilações da taxa de câmbio e à necessidade de preservação da credibilidade monetária. Em contrapartida, o canal do crédito apresenta limitações estruturais associadas à concentração bancária, aos spreads elevados e à segmentação financeira, reduzindo a capacidade da política monetária de estimular o investimento produtivo de forma consistente.

O canal da taxa de juros permanece como instrumento central da condução monetária, embora seus efeitos estejam associados a custos importantes sobre o crescimento, a dívida

Quadro 2 – Síntese comparativa dos canais de transmissão monetária no Brasil

Canal	Eficácia no Brasil	Mecanismo Principal	Principal Limitação
Taxa de Juros	Alta (contracionista)	Desaceleração da demanda via custo do crédito	Spreads elevados; impacto fiscal da dívida
Crédito	Moderada/Limitada	Restrição da oferta de financiamento	Concentração bancária; crédito direcionado
Cambial	Alta	Apreciação cambial reduz inflação importada	Custos sobre indústria e estrutura produtiva
Preços dos Ativos	Crescente	Alocação de riqueza para renda fixa	Mercado de capitais menos desenvolvido
Expectativas	Alta	Ancoragem via credibilidade e comunicação	Dependência de percepções financeiras

Fonte: Elaboração própria com base na literatura revisada.

Nota: As classificações de eficácia sintetizam qualitativamente a análise desenvolvida no Capítulo 3, com base na força do repasse da Selic a cada canal e nas limitações estruturais identificadas pela literatura revisada; não correspondem a estimativas econométricas.

pública e a estrutura produtiva. O canal dos preços dos ativos, por sua vez, evidencia a crescente centralidade da financeirização na economia brasileira e seus impactos distributivos. Em síntese, os canais de transmissão operam de maneira interdependente e estruturalmente condicionada, sendo a literatura analisada convergente no sentido de que a política monetária brasileira é mais eficaz no controle inflacionário do que no estímulo ao investimento produtivo e ao crescimento sustentável.

A leitura comparativa dos canais evidencia, ainda, que a avaliação da eficácia da política monetária brasileira não se esgota na descrição de seus mecanismos: ela remete diretamente ao debate entre as perspectivas ortodoxa e heterodoxa, que interpretam de modo divergente os resultados produzidos pelo regime de metas ao longo de mais de duas décadas. Confrontar esses argumentos com a evidência empírica acumulada no caso brasileiro permite qualificar o alcance e os limites de cada abordagem. O Quadro 3 sistematiza esse balanço, contrapondo, para cada dimensão analisada, os argumentos ortodoxo e heterodoxo às evidências observadas no período 1999–2023.

**Quadro 3 – Balanço empírico do debate ortodoxo-heterodoxo:
evidências do caso brasileiro (1999–2023)**

Dimensão	Argumento Ortodoxo	Argumento Heterodoxo	Evidência Empírica Brasileira (1999–2023)
Controle inflacionário	Eficácia confirmada: ancoragem de expectativas reduziu inflação a patamares inferiores aos da hiperinflação	Estabilidade obtida com custos estruturais persistentes; inflação reage a fatores cambiais e de oferta, não só à Selic	IPCA médio de 6,4% a.a. (1999–2023); 7 descumprimentos formais da meta, sendo 6 acima do teto e 1 abaixo do piso; episódios de inflação de custos em 2015 e 2021 (BCB, 2023; Mauad et al., 2023)
Taxa de juros	Nível necessário para preservar credibilidade monetária e ancorar expectativas em economia com histórico inflacionário	Estruturalmente elevada; favorece rentismo e valorização de ativos financeiros em detrimento do investimento produtivo	Selic real entre as mais altas do mundo; gastos com juros da dívida pública atingiram cerca de 7% do PIB em 2023 (BCB, 2023; Nakano, 2005)
Canal do crédito	Limitações decorrem de fatores estruturais preexistentes, não do regime monetário em si	Concentração bancária perpetua spreads elevados; crédito direcionado reduz potência da política monetária	Spreads 20–40 p.p. acima da Selic para pessoas físicas; crédito direcionado situou-se em cerca de 45–50% do saldo em meados da década de 2010 e em torno de 42% ao final de 2023 (BCB, 2023; Carvalho, 2015)
Canal cambial	Apreciação cambial é mecanismo eficaz para contenção da inflação importada em regime de câmbio flutuante	Apreciação associada a juros elevados produz desindustrialização precoce e fragiliza a estrutura produtiva	Apreciação cambial recorrente associada ao diferencial de juros; déficits industriais persistentes ao longo dos anos 2000–2010 (Oreiro, 2016; Bresser-Pereira; Nakano, 2002)
Efeitos distributivos	Inflação é o pior imposto para os mais pobres; controle inflacionário beneficia os estratos de menor renda	Juros elevados transferem renda a detentores de ativos financeiros; política monetária redistribui renda regressivamente	Gastos com encargos financeiros da dívida concentram-se em segmentos de maior renda financeira; custo fiscal reduz espaço para investimentos sociais (Carvalho, 2015; Nakano, 2005; Erber, 2008)

Fonte: Elaboração própria com base nos dados e argumentos apresentados nos capítulos anteriores desta monografia.

A análise desenvolvida ao longo deste capítulo evidencia que a política monetária contemporânea não pode ser compreendida exclusivamente como mecanismo técnico de controle inflacionário. A evolução da literatura macroeconômica demonstrou que a condução monetária envolve dimensões institucionais, financeiras e distributivas que condicionam, de maneira decisiva, a eficácia dos instrumentos utilizados pelos bancos centrais. A consolidação do regime de metas de inflação deslocou a taxa de juros e a administração das expectativas para o centro da política macroeconômica, ampliando a importância da credibilidade institucional e da comunicação monetária na dinâmica econômica contemporânea.

No caso brasileiro, a operacionalização do regime de metas de inflação ocorreu em ambiente marcado por especificidades estruturais relevantes: elevada concentração bancária, forte participação dos títulos públicos na riqueza financeira doméstica, vulnerabilidade externa persistente e taxas reais de juros historicamente elevadas. Essas características não são mera-

mente contextuais — elas condicionam ativamente o funcionamento dos canais de transmissão da política monetária e ajudam a explicar a eficácia heterogênea observada entre os diferentes mecanismos de propagação monetária.

O referencial teórico construído ao longo deste capítulo fornece, assim, a base analítica necessária para compreender os mecanismos pelos quais a política monetária se transmite pela economia brasileira. A análise realizada sustenta e aprofunda a hipótese central desta pesquisa: os canais de transmissão monetária operam de maneira heterogênea no Brasil, sendo condicionados por fatores institucionais, estruturais e financeiros que limitam a eficácia uniforme da política monetária sob o regime de metas de inflação. A plena compreensão desse funcionamento exige, portanto, uma abordagem que articule teoria monetária, estrutura financeira, vulnerabilidade externa e desenvolvimento econômico — superando interpretações que tratam a política monetária como instrumento técnico neutro, dissociado das condições históricas e estruturais sobre as quais ela incide.

4. Análise Bibliométrica no VOSviewer

É importante registrar, de partida, que a análise bibliométrica não substitui a revisão sistemática da literatura, mas a complementa ao oferecer uma representação visual da estrutura intelectual do campo. O mapa de coocorrência descreve a organização do debate acadêmico — quais termos os pesquisadores mobilizam em conjunto —, e não o funcionamento empírico da economia. Os resultados deste capítulo devem, portanto, ser interpretados em conjunto com a síntese qualitativa da literatura revisada (Quadro 4) e com a análise desenvolvida nos Capítulos 2 e 3, nos quais repousa a sustentação das hipóteses sobre o caso brasileiro.

A análise bibliométrica apresentada neste capítulo foi realizada com o auxílio do software VOSviewer (*Visualization of Similarities Viewer*), desenvolvido pela Universidade de Leiden e amplamente empregado em estudos de mapeamento do conhecimento científico, dada sua capacidade de gerar e visualizar redes de relações bibliométricas de maneira interativa e graficamente intuitiva (VAN ECK; WALTMAN, 2010).

O corpus bibliográfico que serviu de base para a análise foi constituído a partir das referências reunidas ao longo da revisão sistemática da literatura realizada para esta monografia, totalizando 64 registros. O conjunto é composto majoritariamente por artigos científicos publicados em periódicos nacionais e internacionais, complementado por livros de referência na área de macroeconomia e política monetária e por working papers/relatórios técnicos (a exemplo de documentos do NBER e do Banco Central do Brasil). As referências que compõem o corpus bibliométrico foram reunidas ao longo da revisão sistemática da literatura e organizadas no gerenciador bibliográfico Zotero, sendo posteriormente exportadas em formato RIS (Research Information Systems), padrão compatível com o VOSviewer. O arquivo RIS reuniu os metadados de cada referência — título, autoria, periódico/fonte, ano de publicação e palavras-chave —, que constituíram a matéria-prima para a construção da rede de coocorrência.

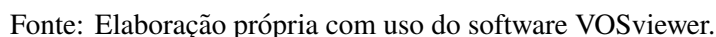
O tipo de análise adotado foi a coocorrência de palavras-chave (keyword co-occurrence), método que identifica quais termos tendem a aparecer conjuntamente na literatura selecionada, permitindo inferir aglomerados temáticos — os chamados clusters — que expressam as principais correntes analíticas, os debates centrais e as fronteiras do conhecimento na área. A

coocorrência de palavras-chave é considerada um dos métodos mais adequados para o mapeamento intelectual de campos disciplinares, pois revela estruturas de proximidade conceitual entre temas sem depender exclusivamente de relações de citação entre autores (CALLON; COURTIAL; TURNER; BAUIN, 1983; VAN ECK; WALTMAN, 2014).

O procedimento de construção da rede seguiu as seguintes etapas: (i) importação do arquivo RIS no VOSviewer; (ii) seleção do tipo de análise — coocorrência de palavras-chave — tendo como campo de extração as palavras-chave associadas a cada referência no arquivo RIS (campo Keywords, único campo de palavras-chave disponível nesse formato de exportação); (iii) definição do limiar mínimo de uma ocorrência por palavra-chave, critério que permitiu preservar a abrangência do corpus bibliométrico e incluir todos os termos disponíveis nos registros analisados; e (iv) geração automática dos clusters pelo algoritmo de agrupamento do VOSviewer, que organiza os termos em grupos de acordo com a força das conexões entre eles, atribuindo cores distintas a cada cluster para facilitar a visualização.

O mapa resultante — apresentado na Figura 1 — é composto por nós, que representam os termos identificados, e por arestas, que indicam relações de coocorrência entre eles. O tamanho de cada nó é proporcional à frequência de ocorrência do respectivo termo no corpus, enquanto a espessura das arestas reflete a intensidade da coocorrência entre os termos conectados. A proximidade espacial entre os nós no mapa indica afinidade temática: termos que tendem a aparecer juntos na literatura são posicionados mais próximos entre si, ao passo que termos de correntes distintas ocupam posições mais afastadas. A interpretação dos clusters foi realizada de forma qualitativa, articulando os agrupamentos identificados pelo algoritmo com o referencial teórico construído nos capítulos anteriores desta monografia.

O Quadro 4, ao final deste capítulo, reúne autores selecionados, períodos de referência, métodos e contribuições centrais dos principais trabalhos mobilizados nesta pesquisa. O corpus bibliográfico completo utilizado na análise bibliométrica encontra-se sistematizado no Apêndice A.



A análise visual do mapa bibliométrico revela uma estrutura bem definida, organizada em torno de um núcleo central denso e de clusters periféricos interconectados. O núcleo da rede é formado pelos termos *monetary policy*, *inflation targeting* e *exchange rate*, que aparecem como os nós de maior dimensão e centralidade. Como o tamanho dos nós reflete a frequência dos termos e sua centralidade decorre do número de conexões que estabelecem, o fato de *monetary policy*, *inflation targeting* e *exchange rate* aparecerem como os maiores e mais conectados indica que a produção do campo se organiza em torno deles. Essa configuração espelha o objeto desta pesquisa: o regime de metas como principal arcabouço institucional discutido na literatura, com a política monetária e a taxa de câmbio operando como conceitos articuladores da rede. A proximidade entre esses três termos no mapa indica que a literatura trata a taxa de câmbio não como variável periférica, mas como dimensão estrutural da condução monetária — especialmente no caso de economias emergentes como o Brasil.

A presença de termos como *selic rate*, *macroeconomic performance* e *macroeconomic stability* como nós intermediários entre o núcleo e os clusters periféricos reforça a especificidade

do recorte nacional da pesquisa. O Brasil aparece implicitamente articulado ao núcleo por meio dessas referências, evidenciando que a produção acadêmica sobre política monetária brasileira está bem integrada à literatura internacional sobre *inflation targeting* e *monetary policy*, o que confere consistência ao corpus bibliográfico utilizado.

4.2 Cluster dos Canais de Transmissão Monetária

Reúne, na porção superior do mapa (coloração verde), os termos diretamente relacionados aos mecanismos de transmissão da política monetária: *monetary transmission mechanism*, *credit channel*, *exchange rate channel*, *asset prices channel*, *bank lending channel*, *financial frictions*, *semi-structural model* e *monetary policy transmission*. A elevada densidade interna desse cluster e sua forte conectividade com o núcleo central evidenciam que os canais de transmissão constituem um dos eixos analíticos mais consolidados da literatura sobre política monetária.

A posição de destaque do termo *monetary transmission mechanism* como nó central desse cluster sugere sua utilização como conceito agregador, mobilizado de forma transversal por estudos de diferentes orientações teóricas e metodológicas. Bernanke e Gertler (1995) e Mishkin (1995; 2001) figuram como as referências fundadoras desse cluster, ao formularem os mecanismos do canal do crédito e do canal dos preços dos ativos, respectivamente. A presença do termo *semi-structural model* nesse agrupamento reflete a influência de estudos empíricos recentes — como o de Minella e Souza-Sobrinho (2013) — que buscam estimar a importância relativa de cada canal de transmissão para a economia brasileira por meio de modelos estruturais.

A conectividade do cluster verde com os termos *exchange rate channel* e *exchange rate pass-through*, localizados na fronteira com o núcleo central, é particularmente relevante para os objetivos desta pesquisa. Ela indica que, na literatura revisada, o canal cambial ocupa posição de articulação central — resultado consistente com a hipótese desta monografia, cuja sustentação, contudo, repousa na análise dos Capítulos 2 e 3.

4.3 Cluster da Credibilidade, Expectativas e Comunicação Monetária

Concentra-se, à direita do núcleo central (coloração roxo-lilás), nos termos *credibility*, *inflation expectations*, *forward guidance*, *central bank communication*, *communication* e *expectations channel*. A dimensão dos nós de *credibility* e *inflation expectations*, comparativamente maior do que os demais termos do cluster, indica que esses conceitos concentram maior

frequência de citações na literatura e funcionam como os principais elos entre as expectativas dos agentes e a condução da política monetária.

Esse agrupamento expressa visualmente o que a literatura novo-keynesiana e a experiência do regime de metas de inflação consolidaram como princípio fundamental: a credibilidade do banco central é condição necessária para que a política monetária influencie as expectativas inflacionárias e, por essa via, o comportamento dos preços, dos salários e das decisões de investimento. As contribuições de Woodford (2003), Bernanke e Mishkin (1997), De Mendonça (2004), Almeida et al. (2017) e Montes (2013) ancoram esse cluster, que se conecta também ao conjunto de termos associados à comunicação institucional — *forward guidance*, *central bank communication* — refletindo a crescente centralidade das estratégias de sinalização prospectiva adotadas pelos bancos centrais contemporâneos.

A forte ligação entre esse cluster e o núcleo central indica que, na literatura, credibilidade e expectativas não são dimensões secundárias, mas componentes estruturantes do próprio regime de metas de inflação. Isso é consistente com a hipótese desta pesquisa — desenvolvida nos Capítulos 2 e 3 — de que o canal das expectativas constitui um dos mecanismos de transmissão mais relevantes no contexto brasileiro.

4.4 Cluster Novo-Keynesiano e das Regras Monetárias

À direita do mapa, dois clusters complementares expressam as bases teóricas do *mainstream* da política monetária contemporânea. O primeiro, de coloração azul-claro, organiza-se em torno de *central bank independence*, *time inconsistency* e *discretion*, refletindo o debate sobre os fundamentos institucionais da credibilidade monetária — ancorado nas contribuições de Kydland e Prescott (1977) e Rogoff (1985). O segundo, de coloração rosa-vermelha, reúne os termos *new keynesian*, *inflation dynamics*, *output gap*, *expectations*, *natural rate of unemployment* e *macroeconomics*, representando o arcabouço teórico novo-keynesiano que fundamenta a modelagem moderna da política monetária.

A presença do *Taylor rule* como nó articulador entre esses dois clusters e o núcleo central é particularmente expressiva. Ela indica que a Regra de Taylor funciona, na literatura, como o principal instrumento de síntese entre a teoria novo-keynesiana, as regras de condução monetária e a prática do regime de metas de inflação — posição que corresponde ao papel central atribuído

a Taylor (1993) no referencial teórico desta pesquisa. A conectividade entre *price stability* e *inflation targeting*, por sua vez, evidencia que a estabilidade de preços é tratada pela literatura como o objetivo prioritário e o critério definatório do regime monetário analisado.

4.5 Cluster Heterodoxo: Pós-Keynesianismo, Financeirização e Distribuição

Organiza-se, à esquerda do mapa (coloração laranja), em torno dos termos *post-keynesian*, *income inequality*, *asset prices*, *credit*, *financial fragility*, *distributive effects*, *structural inflation*, *rentismo* e *development conventions*. Sua posição periférica em relação ao núcleo — mas ainda assim conectada a ele por múltiplos elos — é analiticamente significativa: ela expressa que a literatura heterodoxa dialoga com os conceitos centrais da política monetária, mas a partir de uma perspectiva crítica que questiona pressupostos, instrumentos e objetivos do regime dominante.

A coocorrência de *income inequality*, *distributive effects* e *rentismo* com *post-keynesian* indica que a crítica heterodoxa à política monetária brasileira se organiza, na literatura, em torno de três eixos complementares: a dimensão distributiva dos juros elevados, a lógica rentista do sistema financeiro e a natureza estrutural — e não apenas monetária — da inflação brasileira. As contribuições de Nakano (2005), Erber (2008), Oreiro e Paula (2010) e Carvalho (2015) são as referências centrais desse agrupamento, que se conecta também aos termos *structural inflation* e *development conventions*.

A presença de *financial fragility* como nó desse cluster remete diretamente à contribuição de Minsky (1986), cuja hipótese de instabilidade financeira endógena fundamenta a crítica pós-keynesiana à ideia de que a política monetária pode ser tratada como instrumento neutro de controle inflacionário. A coocorrência desse termo com *asset prices* e *credit* reforça a visão, presente na literatura, de que os impactos da política monetária sobre a estrutura patrimonial, o acesso ao financiamento e a distribuição da riqueza constituem dimensões indissociáveis da análise monetária.

4.6 Cluster do Desenvolvimento, Crescimento e Restrições Fiscais

Adjacente ao heterodoxo, o cluster de coloração azul-escuro agrupa os termos *economic growth*, *financial crisis*, *public debt*, *fiscal dominance*, *policy coordination* e *deindustrialization*. Sua posição central entre o cluster pós-keynesiano e o núcleo da rede indica que o debate sobre

crescimento econômico e sustentabilidade fiscal constitui, na literatura, um ponto de confluência entre diferentes perspectivas teóricas — sendo mobilizado tanto pela literatura heterodoxa quanto por autores mais próximos ao *mainstream* que reconhecem os limites fiscais da política monetária.

A coocorrência de *fiscal dominance* e *public debt* com os termos do núcleo central evidencia que a interação entre política monetária e dinâmica da dívida pública constitui uma das tensões estruturais mais discutidas na literatura sobre o caso brasileiro. A presença de *deindustrialization* nesse cluster, conectada a *exchange rate* e ao cluster pós-keynesiano, reforça o argumento — presente na literatura e desenvolvido nos Capítulos 2 e 3 — de que a apreciação cambial associada à manutenção de juros elevados produziu efeitos adversos sobre a estrutura produtiva do país (OREIRO et al., 2021; BRESSER-PEREIRA; NAKANO, 2002).

4.7 Cluster Internacional: Economias Emergentes e Integração Financeira

Na porção inferior do mapa, o cluster de coloração amarelo-verde reúne os termos *emerging markets*, *current account*, *open economy*, *capital flows*, *financial integration*, *currency crisis* e *globalization*. Esse agrupamento representa a dimensão internacional e sistêmica da política monetária na literatura, evidenciando que a inserção das economias emergentes no sistema financeiro global é tratada como condicionante relevante da eficácia dos instrumentos monetários.

A forte conectividade desse cluster com *exchange rate* e com o núcleo central confirma que a literatura trata a vulnerabilidade externa e a sensibilidade aos fluxos internacionais de capitais como dimensões estruturais da condução monetária em economias periféricas. Os termos *pass-through* e *exchange rate pass-through*, posicionados na fronteira entre esse cluster e o núcleo, evidenciam que o repasse das oscilações cambiais aos preços domésticos constitui um dos mecanismos mais estudados na literatura empírica sobre o Brasil — com contribuições relevantes de Goldfajn e Werlang (2000), Modenesi e Araújo (2013) e do próprio Banco Central do Brasil. A presença de *capital flows* e *financial integration* no cluster reflete ainda a influência crescente do ciclo financeiro global sobre a autonomia da política monetária doméstica, tema destacado por Rey (2015) e Paula, Fritz e Prates (2017).

4.8 Síntese Interpretativa da Análise Bibliométrica

A análise do mapa de coocorrência de palavras-chave permite extrair cinco conclusões analíticas relevantes para os objetivos desta pesquisa — todas relativas à estrutura da literatura, e não à economia *per se*. Em primeiro lugar, o núcleo formado por *monetary policy*, *inflation targeting* e *exchange rate* evidencia que o regime de metas de inflação constitui o principal arcabouço institucional da literatura, e que a taxa de câmbio ocupa posição estrutural — e não periférica — no debate sobre a condução monetária de economias emergentes.

Em segundo lugar, os canais cambial e das expectativas aparecem como os mais centrais e conectados no mapa, resultado consistente com a hipótese desta pesquisa — cuja sustentação empírica e teórica, contudo, repousa nos Capítulos 2 e 3. O canal do crédito, embora presente no cluster verde, surge com menor densidade relativa, refletindo as limitações estruturais já identificadas pela literatura especializada.

Em terceiro lugar, a polaridade entre o cluster novo-keynesiano — à direita, organizado em torno de *credibility*, *price stability*, *Taylor rule* e *central bank independence* — e o cluster pós-keynesiano — à esquerda, estruturado em torno de *post-keynesian*, *income inequality*, *financial fragility* e *rentismo* — representa visualmente o debate central desta pesquisa entre abordagens ortodoxas e heterodoxas. A existência de múltiplas conexões entre esses dois polos e o núcleo central indica que o debate, na literatura, não é estanque, mas se desenvolve em torno de conceitos compartilhados mobilizados a partir de perspectivas distintas.

Em quarto lugar, a presença articulada dos termos *fiscal dominance*, *public debt*, *economic growth* e *deindustrialization* em cluster próprio evidencia que os efeitos macroeconômicos da política monetária sobre a dinâmica fiscal, a estrutura produtiva e o crescimento econômico constituem uma dimensão consolidada da literatura sobre o caso brasileiro — e não apenas uma crítica heterodoxa marginal.

Em quinto lugar, a densidade e a conectividade geral do mapa demonstram que o corpus bibliográfico desta pesquisa está adequadamente fundamentado na literatura econômica nacional e internacional, cobrindo as principais correntes teóricas, os debates empíricos relevantes e as especificidades estruturais da economia brasileira. Os resultados da análise bibliométrica são consistentes com as hipóteses formuladas e complementam a revisão sistemática desenvolvida

nos capítulos anteriores.

Quadro 4 – Síntese da Literatura Revisada: Autores, Métodos e Contribuições

SÍNTESE DOS TRABALHOS			
Período de Referência	Autor	Método	Síntese
1993	Taylor (1993)	Teórico	Propõe a Regra de Taylor, segundo a qual a autoridade monetária ajusta a taxa nominal de juros em resposta aos desvios da inflação em relação à meta e do produto em relação ao seu nível potencial. Tornou-se referência central para a modelagem da política monetária contemporânea e para a operacionalização do canal da taxa de juros.
1995	Bernanke e Gertler (1995)	Teórico	Examinam os canais de transmissão da política monetária com foco no canal do crédito. Demonstram que assimetrias de informação e custos de agência fazem com que mudanças na política monetária alterem não apenas o preço, mas também a disponibilidade de financiamento, amplificando os efeitos sobre consumo e investimento.
1995; 2001	Mishkin (1995; 2001)	Teórico	Sistematiza os cinco canais de transmissão da política monetária: taxa de juros, crédito, câmbio, preços dos ativos e expectativas. Em 2001, aprofunda a análise do canal dos preços dos ativos e seu impacto sobre decisões de consumo e investimento via efeito riqueza e taxa de desconto.
1997	Bernanke e Mishkin (1997)	Teórico	Propõem o regime de metas de inflação como novo arcabouço para a política monetária. Defendem que metas numéricas explícitas ampliam a transparência, reduzem a incerteza dos agentes e fortalecem a credibilidade institucional do banco central. Referência fundadora para a adoção do inflation targeting em economias emergentes.
2000	Mishkin (2000)	Teórico	Examina a adoção do RMI em economias emergentes, identificando dificuldades adicionais para consolidar credibilidade em razão de histórico inflacionário persistente, fragilidade fiscal e dependência de capitais externos. Define cinco elementos centrais do regime: metas numéricas, compromisso institucional, uso amplo de informações, transparência e responsabilização da autoridade monetária.
2000	Bogdanski, Tombini e Werlang (2000)	Teórico	Apresenta a estrutura de implementação do regime de metas de inflação no Brasil após o abandono das bandas cambiais em 1999. Argumenta que o novo arranjo substitui a âncora cambial por um mecanismo de coordenação das expectativas inflacionárias compatível com câmbio flutuante e abertura financeira, definindo a taxa Selic como principal instrumento operacional.

SÍNTESE DOS TRABALHOS (continuação)			
Período de Referência	Autor	Método	Síntese
2002	Bresser-Pereira e Nakano (2002)	Teórico	Argumentam que parte relevante das pressões inflacionárias no Brasil decorre de choques de oferta, volatilidade cambial e conflitos distributivos, e não de excesso de demanda. Esse diagnóstico limita a eficácia de políticas monetárias excessivamente contracionistas, que tendem a ser recessivas sem atacar as causas estruturais da inflação.
2003	Woodford (2003)	Teórico	Defende que a política monetária moderna pode ser compreendida como mecanismo de gerenciamento das expectativas privadas. A sinalização acerca do comportamento futuro da autoridade monetária influencia a estrutura a termo das taxas de juros e as expectativas inflacionárias, fundamentando o conceito de <i>forward guidance</i> .
2004; 2017	De Mendonça (2004); Almeida et al. (2017)	Econométrico	De Mendonça (2004) analisa a credibilidade do regime de metas no Brasil e sua relação com a eficácia da política monetária, sustentando que bancos centrais críveis produzem maior impacto sobre as expectativas inflacionárias com movimentos menos intensos da taxa de juros. Almeida et al. (2017) examinam a opacidade do Banco Central e mostram que maior transparência reduz a incerteza inflacionária.
2005	Nakano (2005)	Teórico	Argumenta que o Brasil consolidou um regime monetário com taxas reais de juros estruturalmente elevadas. A manutenção prolongada de juros altos ampliou o custo fiscal da dívida pública, favoreceu estratégias rentistas e desincentivou o investimento produtivo, evidenciando a interação entre Selic, títulos públicos indexados e financeirização.
2008; 2011	Erber (2008; 2011)	Teórico	Identifica a predominância de uma convenção rentista-financeira no Brasil, na qual a elevada remuneração dos títulos públicos desloca recursos do investimento produtivo para aplicações financeiras de baixo risco, associando a estabilidade monetária à preservação de altas taxas de juros.
1999–2010	Oreiro e Paula (2010)	Teórico	Avaliam criticamente o desempenho macroeconômico brasileiro sob o RMI. Argumentam que a dependência excessiva da taxa Selic produziu efeitos negativos sobre o crescimento, o investimento produtivo e a competitividade industrial, configurando tensão estrutural entre estabilidade monetária e desenvolvimento econômico de longo prazo.
2000–2008	Modenesi e Araújo (2013)	VAR	Analisa empiricamente os canais de transmissão da política monetária no Brasil via modelo VAR. Identificam eficácia relevante do canal da taxa de juros na desaceleração da demanda, com defasagens e custos sobre o produto, e destacam o papel do canal cambial como veículo de contenção inflacionária.

SÍNTESE DOS TRABALHOS (continuação)			
Período de Referência	Autor	Método	Síntese
2000–2008	Minella e Souza-Sobrinho (2013)	Semi-estrutural	Estimam a importância relativa dos canais de transmissão monetária no Brasil por meio de modelo semi-estrutural. Os resultados indicam contribuição heterogênea de cada canal, com destaque para os canais cambial e das expectativas, e evidenciam assimetria de eficácia entre ciclos de aperto e flexibilização.
2013	Montes (2013)	Econométrico	Investiga a credibilidade do Banco Central do Brasil e seu impacto sobre a transmissão monetária. Demonstra que a comunicação institucional — atas do Copom, relatórios e comunicados — exerce influência significativa sobre expectativas de inflação e taxas futuras de juros.
2015	Carvalho (2015)	Teórico	Analisa o sistema financeiro brasileiro sob a perspectiva pós-keynesiana. Argumenta que a elevada concentração bancária limita a sensibilidade das taxas de empréstimos às variações da Selic, restringindo a potência do canal do crédito e evidenciando as implicações distributivas da política monetária.
2003–2015	Oreiro e D’Agostini (2017)	Econométrico	Analisa os regimes de política macroeconômica no Brasil entre 2003 e 2015, demonstrando que a combinação entre juros elevados, câmbio apreciado e abertura financeira produziu efeitos negativos sobre a indústria e o crescimento, reforçando a tese de desindustrialização precoce associada ao regime monetário.
1999–2017	De Paula, Fritz e Prates (2017)	Teórico	Desenvolvem o conceito de hierarquia de moedas para analisar desafios de política econômica em economias emergentes. Argumentam que países periféricos emitem moedas subordinadas na hierarquia financeira internacional, o que restringe a autonomia monetária, impõe viés de juros elevados e amplifica a vulnerabilidade a reversões dos fluxos de capitais.
2003–2015	Kaltenbrunner e Paineira (2018)	Teórico	Analisa a integração financeira subordinada e a financeirização no Brasil. Demonstram que a inserção periférica no sistema financeiro global impõe restrições estruturais à condução monetária, eleva os custos da estabilidade cambial e reforça a dependência de fluxos de capitais de curto prazo.
2003–2015	Oreiro et al. (2021)	Teórico	Desenvolvem o conceito de financeirização periférica para explicar a desindustrialização precoce no Brasil. Argumentam que juros estruturalmente elevados, apreciação cambial e dominância financeira criaram ambiente macroeconômico desfavorável à expansão industrial e ao desenvolvimento produtivo de longo prazo.

SÍNTESE DOS TRABALHOS (continuação)			
Período de Referência	Autor	Método	Síntese
1999–2018	Mauad et al. (2023)	Econométrico	Analizam o RMI no Brasil entre 1999 e 2018, avaliando o cumprimento das metas e o comportamento das principais variáveis macroeconômicas. Os resultados indicam redução da inflação em relação à era hiperinflacionária, mas com taxas de juros elevadas persistentes e crescimento econômico aquém do potencial.
Economias emergentes (2024)	Checo, Grigoli e Sandri (2024)	Econométrico	Investigam a transmissão da política monetária em economias emergentes via identificação de alta frequência. Confirmam que choques monetários produzem efeitos sobre produto e inflação, mas com heterogeneidade relevante entre países, evidenciando que estruturas financeiras, abertura e credibilidade institucional condicionam a eficácia da transmissão.

Fonte: Elaboração própria com base na literatura revisada.

5. Conclusão

Esta monografia analisou os mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil sob o Regime de Metas de Inflação (RMI), confrontando criticamente as perspectivas ortodoxa e heterodoxa à luz das especificidades estruturais da economia brasileira e dos principais debates da literatura contemporânea. A investigação partiu da compreensão de que a política monetária não atua de forma direta e imediata sobre a inflação e a atividade econômica, mas por meio de canais intermediários — taxa de juros, crédito, câmbio, preços dos ativos e expectativas — cuja eficácia depende da estrutura financeira, institucional e produtiva do país. A hipótese central, segundo a qual esses canais operam de maneira desigual em razão da elevada taxa de juros estrutural, da concentração bancária, da vulnerabilidade externa, da forte participação dos títulos públicos na riqueza financeira e das características da inserção internacional brasileira, mostrou-se amplamente sustentada pela análise desenvolvida.

A avaliação do RMI exige ultrapassar uma leitura estritamente operacional da política monetária. Embora o regime tenha consolidado um padrão inflacionário significativamente inferior ao das décadas anteriores ao Plano Real — com inflação média em torno de 6,4% ao ano entre 1999 e 2023, ante as taxas de três dígitos da era hiperinflacionária —, sua eficácia não pode ser medida apenas pela contenção da inflação no curto prazo. A questão decisiva consiste em saber se o arranjo monetário brasileiro, ao priorizar a estabilidade de preços por meio de juros elevados, produziu resultados compatíveis com o crescimento sustentado, a ampliação do investimento produtivo, a estabilidade financeira e a redução das desigualdades estruturais.

A natureza heterogênea da inflação doméstica é central para essa avaliação. A inflação brasileira não decorre apenas de excesso de demanda agregada: ela também é influenciada pela taxa de câmbio, pelos preços de commodities e administrados, pela indexação remanescente, pela estrutura oligopolizada de determinados setores e pelas expectativas dos agentes. Em consequência, a elevação da Selic reduz a inflação sobretudo pela desaceleração da demanda e pela apreciação cambial, mas perde potência diante de choques de oferta e pressões externas, podendo impor custos recessivos sem atacar a origem imediata de parte relevante dos processos inflacionários. O ciclo associado à pandemia de Covid-19, quando a Selic foi elevada de 2%

para 13,75% ao ano e o IPCA atingiu 10,06% em 2021, ilustrou com clareza os limites da taxa de juros como resposta exclusiva a uma inflação de natureza predominantemente estrutural e externa.

A manutenção prolongada de juros reais elevados produziu efeitos que extrapolam o controle de preços. No plano fiscal, parcela expressiva da dívida pública é sensível à taxa básica, de modo que elevações da Selic ampliam as despesas com juros e pressionam o resultado do setor público — os gastos com juros da dívida alcançaram cerca de 7% do PIB em 2023. Esse circuito pode tornar-se autossustentado, à medida que juros elevados pressionam a dívida, deterioram as expectativas fiscais e alimentam a percepção de risco que justifica novos aumentos. No plano da estrutura produtiva e patrimonial, a elevada rentabilidade da renda fixa estimulou estratégias rentistas e reduziu os incentivos ao investimento, num processo de financeirização em que a estabilidade monetária e a confiança dos mercados assumiram prioridade sobre a expansão produtiva. A política monetária, portanto, não apenas controla a inflação: ela organiza hierarquias de rentabilidade entre ativos financeiros e produtivos e exerce função distributiva relevante, beneficiando detentores de riqueza financeira indexada à Selic e onerando famílias endividadas e empresas dependentes de crédito.

O comportamento dos canais confirma um padrão de eficácia heterogênea. O canal da taxa de juros permaneceu como principal instrumento operacional, mas sua predominância produziu efeitos ambivalentes. O canal do crédito revelou limitações estruturais decisivas — concentração bancária, spreads situados entre 20 e 40 pontos percentuais acima da Selic para pessoas físicas e ampla participação do crédito direcionado —, que reduzem a potência da política monetária, sobretudo nos ciclos de afrouxamento. O canal cambial mostrou-se particularmente relevante diante da vulnerabilidade externa, atuando pela apreciação da moeda na contenção da inflação importada, mas ao custo de comprometer a competitividade industrial e reforçar a desindustrialização precoce. O canal dos preços dos ativos evidenciou o avanço da financeirização, e o canal das expectativas consolidou a credibilidade do Banco Central como variável estratégica, ainda que a centralidade conferida às expectativas do mercado financeiro tenha introduzido viés conservador na condução monetária, com manutenção de juros elevados mesmo em contextos de baixo crescimento e desemprego significativo.

Desse balanço emerge a principal contribuição interpretativa desta pesquisa: a eficácia da política monetária brasileira deve ser compreendida como eficácia condicionada e assimétrica. Condicionada porque depende da natureza do choque inflacionário, do grau de credibilidade do Banco Central, da situação fiscal, da dinâmica cambial, da estrutura do sistema financeiro e das condições internacionais de liquidez. Assimétrica porque a política monetária mostra-se mais eficaz para contrair a demanda do que para estimulá-la, de modo que os ciclos de aperto produzem efeitos recessivos mais rápidos do que os efeitos expansionistas decorrentes da flexibilização. Essa assimetria é decisiva para compreender por que os canais de transmissão não operam com a mesma potência nas duas fases do ciclo monetário.

O debate entre as perspectivas ortodoxa e heterodoxa não se resolve de forma definitiva — nem poderia, dada a complexidade empírica e normativa envolvida. Nenhuma das abordagens, isoladamente, abarca toda a dimensão do problema. A perspectiva ortodoxa apreende adequadamente a importância da credibilidade institucional e da ancoragem das expectativas inflacionárias; a abordagem heterodoxa evidencia custos frequentemente subestimados, relacionados à estrutura produtiva, à dívida pública, à desigualdade social e ao crescimento de longo prazo. A experiência brasileira sugere que a estabilidade monetária é necessária, mas não suficiente, e que sua obtenção por meio de juros estruturalmente elevados implica custos que precisam ser explicitamente incorporados ao balanço da política econômica.

As limitações do RMI no Brasil não implicam sua rejeição, mas apontam para a necessidade de uma interpretação mais ampla dos objetivos e instrumentos da política macroeconômica. A estabilidade de preços permanece relevante para o funcionamento da economia, porém não pode ser tratada como objetivo isolado, dissociado do crescimento econômico, da geração de emprego e do desenvolvimento produtivo. O enfrentamento de problemas estruturais — baixa produtividade, vulnerabilidade externa, desindustrialização e desigualdade social — exige coordenação entre as políticas monetária, fiscal, cambial e industrial, dimensão que a análise dos canais de transmissão coloca com clareza no centro da agenda econômica brasileira.

Por fim, abrem-se agendas de pesquisa promissoras. Estudos empíricos mais detalhados sobre a eficácia dos canais de transmissão em diferentes períodos históricos, investigações sobre os efeitos distributivos da política monetária, análises da relação entre financeirização

e crescimento econômico e exames dos impactos da política monetária internacional sobre economias emergentes constituem desdobramentos particularmente relevantes. A crescente digitalização financeira, a expansão das fintechs e as transformações recentes do sistema bancário brasileiro acrescentam um campo igualmente fértil para futuras investigações sobre transmissão monetária. Esta monografia procurou demonstrar que a política monetária brasileira deve ser compreendida como fenômeno econômico, institucional e político, cujos efeitos alcançam o investimento, a distribuição de renda, a estrutura produtiva, a dinâmica fiscal e a inserção internacional do país — muito além do controle inflacionário que formalmente a define.

REFERÊNCIAS

- ALMEIDA, Ronaldo Trogo de; CORRÊA, Wilson Luiz Rotatori; MENDONÇA, Helder Ferreira de; SIMÃO FILHO, José. Central bank opacity and inflation uncertainty: Effects in a large emerging economy. *Journal of Economic Studies*, v. 44, n. 2, p. 313–328, 2017. DOI: 10.1108/JES-09-2015-0161.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Estimação dos efeitos do *forward guidance* na curva de juros. Estudo Especial n. 101/2021. Brasília: Banco Central do Brasil, 2021.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. O que é inflação. Brasília: Banco Central do Brasil.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório de Inflação. Brasília: Banco Central do Brasil, 2023. Vários números.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Taxa Selic. Brasília: Banco Central do Brasil.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Transmissão da política monetária. Brasília: Banco Central do Brasil.
- BARBOSA, Fernando de Holanda. A inércia da taxa de juros na política monetária. In: OREIRO, José Luís; PAULA, Luiz Fernando de; SOBREIRA, Rogério (org.). Política monetária, bancos centrais e metas de inflação: teoria e experiência brasileira. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2009. p. 151–185.
- BARRO, Robert J.; GORDON, David B. Rules, discretion and reputation in a model of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, v. 12, n. 1, p. 101–121, 1983.
- BERNANKE, Ben S.; GERTLER, Mark. Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic Perspectives*, v. 9, n. 4, p. 27–48, 1995.
- BERNANKE, Ben S.; MISHKIN, Frederic S. Inflation targeting: a new framework for monetary policy? *Journal of Economic Perspectives*, v. 11, n. 2, p. 97–116, 1997.
- BLANCHARD, Olivier. Macroeconomia. 4. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007. E-book.
- BLINDER, Alan S. et al. Central bank communication and monetary policy: a survey of theory and evidence. *Journal of Economic Literature*, v. 46, n. 4, p. 910–945, 2008.
- BOGDANSKI, Joel; TOMBINI, Alexandre A.; WERLANG, Sérgio R. C. Implementing inflation targeting in Brazil. Brasília: Banco Central do Brasil, 2000. Working Paper Series, n. 1.
- BRASIL. Decreto nº 3.088, de 21 de junho de 1999. Estabelece a sistemática de “metas para a inflação” como diretriz para fixação do regime de política monetária e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, p. 4, 22 jun. 1999.
- BRASIL. Lei Complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021. Define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia e sobre a nomeação e a exoneração de seu

presidente e de seus diretores, entre outras providências. Diário Oficial da União: seção 1, Brasília, DF, 25 fev. 2021.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Globalização e competição: por que alguns países emergentes têm sucesso e outros não. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; NAKANO, Yoshiaki. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. Revista de Economia Política, v. 22, n. 3, p. 533–563, 2002. DOI: 10.1590/0101-31572002-1246.

CALLON, Michel; COURTIAL, Jean-Pierre; TURNER, William A.; BAUIN, Serge. From translations to problematic networks: an introduction to co-word analysis. Social Science Information, v. 22, n. 2, p. 191–235, 1983.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Economia monetária e financeira: teoria e política. 3. ed. Rio de Janeiro: GEN Atlas, 2015. E-book. ISBN 9788595154896.

CHECO, Ariadne; GRIGOLI, Francesco; SANDRI, Damiano. Monetary policy transmission in emerging markets: proverbial concerns, novel evidence. Basel: Bank for International Settlements, 2024. BIS Working Papers, n. 1170.

ERBER, Fabio Stefano. As convenções de desenvolvimento no governo Lula: um ensaio de economia política. Revista de Economia Política, São Paulo, v. 31, n. 1, p. 31–55, jan./mar. 2011.

ERBER, Fabio Stefano. Development projects and growth under finance domination: the case of Brazil during the Lula years (2003–2007). Revue Tiers Monde, n. 195, p. 597–629, 2008.

FISCHER, Stanley. Central-bank independence revisited. American Economic Review, v. 85, n. 2, p. 201–206, 1995.

FRIEDMAN, Milton. The role of monetary policy. American Economic Review, v. 58, n. 1, p. 1–17, 1968.

GOLDFAJN, Ilan; WERLANG, Sergio R. C. The pass-through from depreciation to inflation: a panel study. Brasília: Banco Central do Brasil, 2000. Working Paper Series, n. 5.

KALTENBRUNNER, Annina; PAINCEIRA, Juan Pablo. Subordinated financial integration and financialisation in emerging capitalist economies: the Brazilian experience. New Political Economy, v. 23, n. 3, p. 290–313, 2018.

KEYNES, John Maynard. The General Theory of Employment, Interest and Money. London: Macmillan, 1936.

KYDLAND, Finn E.; PRESCOTT, Edward C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. Journal of Political Economy, v. 85, n. 3, p. 473–491, 1977.

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

- MAUAD, J. R.; PORTUGAL JÚNIOR, P. dos S.; FROGERI, R. F.; PIURCOSKY, F. P. Análise do regime de metas de inflação no Brasil no período de 1999 a 2018. *Revista Catarinense de Economia*, v. 6, n. 1, p. 65–74, 2023.
- MENDONÇA, Helder Ferreira de. Mecanismos de transmissão monetária e a determinação da taxa de juros: uma aplicação da regra de Taylor ao caso brasileiro. *Economia e Sociedade*, Campinas, n. 16, p. 65–81, jun. 2001.
- MENDONÇA, Helder Ferreira de. Mensurando a credibilidade do regime de metas inflacionárias no Brasil: uma análise a partir de dois índices. *Revista de Economia Política*, v. 24, n. 3, p. 344–350, jul./set. 2004.
- MENDONÇA, Helder Ferreira de. Transparência, condução da política monetária e metas para inflação. *Nova Economia*, Belo Horizonte, v. 16, n. 1, p. 175–198, jan./abr. 2006.
- MENDONÇA, Helder Ferreira de; ESTEVES, Diogo Martins. Monetary authority's transparency and income inequality. *Review of Development Economics*, v. 22, n. 4, p. e202–e227, 2018. DOI: 10.1111/rode.12523.
- MENDONÇA, Helder Ferreira de; TIBERTO, Bruno Pires. Effect of credibility and exchange rate pass-through on inflation: An assessment for developing countries. *International Review of Economics & Finance*, v. 50, p. 196–244, 2017. DOI: 10.1016/j.iref.2017.03.029.
- MINELLA, André; FREITAS, Paulo Springer de; GOLDFAJN, Ilan; MUINHOS, Marcelo Kfoury. Inflation targeting in Brazil: constructing credibility under exchange rate volatility. *Journal of International Money and Finance*, v. 22, n. 7, p. 1015–1040, 2003.
- MINELLA, André; SOUZA-SOBRINHO, Nelson F. Monetary policy channels in Brazil through the lens of a semi-structural model. *Economic Modelling*, v. 30, p. 405–419, 2013. DOI: 10.1016/j.econmod.2012.04.027.
- MINSKY, Hyman P. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.
- MISHKIN, Frederic S. Inflation targeting in emerging-market countries. *American Economic Review*, v. 90, n. 2, p. 105–109, 2000.
- MISHKIN, Frederic S. Symposium on the monetary transmission mechanism. *Journal of Economic Perspectives*, v. 9, n. 4, p. 3–10, 1995.
- MISHKIN, Frederic S. *The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy*. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2001. NBER Working Paper, n. 8617.
- MODENESI, André de Melo; ARAÚJO, Eliane Cristina de. Estabilidad de precios bajo metas de inflación en Brasil: análisis empírico del mecanismo de transmisión de la política monetaria con base en un modelo VAR, 2000–2008. *Investigación Económica*, v. 72, n. 283, p. 99–133, 2013. DOI: 10.1016/S0185-1667(13)72588-8.
- MONTES, Gabriel Caldas. Credibility and monetary transmission channels under inflation

targeting: an econometric analysis from a developing country. *Economic Modelling*, v. 30, p. 670–684, 2013. DOI: 10.1016/j.econmod.2012.09.035.

NAKANO, Yoshiaki. O regime monetário, a dívida pública e a alta taxa de juros. *Conjuntura Econômica*, Rio de Janeiro, v. 59, n. 11, p. 10–12, nov. 2005.

OREIRO, José Luis. Economia pós-keynesiana: origem, programa de pesquisa, questões resolvidas e desenvolvimentos futuros. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 32, n. 2, p. 283–312, nov. 2011.

OREIRO, José Luis; D'AGOSTINI, Luciano Luiz Manarin. Macroeconomic policy regimes, real exchange rate overvaluation and performance of the Brazilian economy (2003–2015). *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 40, n. 1, p. 27–42, 2017.

OREIRO, José Luis; FEIJÓ, Carmem Aparecida; PUNZO, Lionello Franco; MACHADO, João Pedro Heringer. Peripheral financialization and premature deindustrialization: a theory and the case of Brazil (2003–2015). Post Keynesian Economics Society, 2021. Working Paper, n. PKWP2103.

OREIRO, José Luis; PAULA, Luiz Fernando de. Uma agenda de reformas macroeconômicas para o crescimento sustentado com estabilidade de preços e equidade social. *Revista Economia & Tecnologia*, Curitiba, v. 6, n. 1, 2010. DOI: 10.5380/ret.v6i1.27017.

OREIRO, José Luís; PAULA, Luiz Fernando de; SOBREIRA, Rogério (org.). Política monetária, bancos centrais e metas de inflação: teoria e experiência brasileira. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2009.

PAULA, Luiz Fernando de; FRITZ, Barbara; PRATES, Daniela Magalhães. Keynes at the periphery: currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 40, n. 2, p. 183–202, 2017.

REY, Hélène. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2015. NBER Working Paper, n. 21162.

ROGOFF, Kenneth. The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. *Quarterly Journal of Economics*, v. 100, n. 4, p. 1169–1189, 1985.

SARGENT, Thomas J.; WALLACE, Neil. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, Minneapolis, v. 5, n. 3, p. 1–17, 1981.

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

VAN ECK, Nees Jan; WALTMAN, Ludo. Software survey: VOSviewer, a computer program for bibliometric mapping. *Scientometrics*, v. 84, n. 2, p. 523–538, 2010.

VAN ECK, Nees Jan; WALTMAN, Ludo. Visualizing bibliometric networks. In: DING, Ying; ROUSSEAU, Ronald; WOLFRAM, Dietmar (ed.). *Measuring scholarly impact: methods and*

practice. Cham: Springer, 2014. p. 285–320.

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

APÊNDICE A – CORPUS BIBLIOGRÁFICO DA ANÁLISE BIBLIOMÉTRICA

Este apêndice reúne o corpus bibliográfico completo exportado em formato RIS (Research Information Systems) para a análise de coocorrência de palavras-chave realizada no software VOSviewer (Seção 4), totalizando 64 obras. O conjunto contempla tanto as referências diretamente citadas no texto desta monografia quanto obras adicionais selecionadas ao longo da revisão sistemática da literatura, e constitui a base de dados a partir da qual foi construída a rede de coocorrência apresentada na Figura 1.

ARAÚJO, Eliane Cristina de; ARESTIS, Philip. Brazilian inflation and its determinants: an analysis using panel data and structural factors. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 42, n. 1, 2019.

ARESTIS, Philip; FERRARI-FILHO, Fernando; PAULA, Luiz Fernando de. Inflation targeting in Brazil. *International Review of Applied Economics*, v. 25, n. 2, 2011.

BALL, Laurence; SHERIDAN, Niamh. Does inflation targeting matter? NBER Working Paper, n. 9577, 2003.

BARBOSA, Fernando Holanda. A inflação brasileira no século XXI: 2003–2010. *Revista Brasileira de Economia*, 2008.

BELLUZZO, Luiz Gonzaga de Mello; ALMEIDA, Julio Gomes de. Depois da queda: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do Real. *Civilização Brasileira*, 2002.

BERNANKE, Ben S.; MISHKIN, Frederic S. Inflation targeting: a new framework for monetary policy? *Journal of Economic Perspectives*, v. 11, n. 2, 1997.

BERNANKE, Ben S.; GERTLER, Mark. Inside the black box: the credit channel of monetary policy transmission. *Journal of Economic Perspectives*, v. 9, n. 4, 1995.

BLANCHARD, Olivier. *Macroeconomia*. 4. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

BLINDER, Alan S.; EHRMANN, Michael; FRATZSCHER, Marcel; DE HAAN, Jakob; JANSSEN, David-Jan. Central bank communication and monetary policy: a survey of theory and evidence. *Journal of Economic Literature*, v. 46, n. 4, 2008.

BOGDANSKI, Joel; TOMBINI, Alexandre A.; WERLANG, Sergio R. C. Implementing inflation targeting in Brazil. *Banco Central do Brasil Working Paper*, 2000.

BRASIL. Banco Central do Brasil. *Relatório de Inflação*. Brasília, 2023.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; NAKANO, Yoshiaki. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. *Revista de Economia Política*, v. 22, n. 3, 2002.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. Globalização e competição: por que alguns países emer-

gentes têm sucesso e outros não. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos; GALA, Paulo. Foreign savings, insufficiency of demand and low growth. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 30, n. 3, 2008.

CALVO, Guillermo A.; REINHART, Carmen M. Fear of floating. *Quarterly Journal of Economics*, v. 117, n. 2, 2002.

CARARE, Alina; STONE, Mark R. Inflation targeting regimes. *European Economic Review*, v. 50, n. 5, 2006.

CARVALHO, Fernando J. Cardim de. Mr. Keynes and the Post Keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy. Cheltenham: Edward Elgar, 2015.

CESA-BIANCHI, Ambrogio; THWAITES, Gregory; VICONDOA, Alejandro. Monetary policy transmission in the United Kingdom: a high frequency identification approach. *European Economic Review*, v. 123, 2020.

CHECO, Ariadne; GRIGOLI, Francesco; SANDRI, Damiano. Monetary policy transmission in emerging markets: proverbial concerns, new evidence. *BIS Working Paper*, n. 1170, 2024.

CLARIDA, Richard; GALÍ, Jordi; GERTLER, Mark. The science of monetary policy: a new Keynesian perspective. *Journal of Economic Literature*, v. 37, n. 4, 1999.

CLARIDA, Richard; GALÍ, Jordi; GERTLER, Mark. Monetary policy rules and macroeconomic stability: evidence and some theory. *Quarterly Journal of Economics*, v. 115, n. 1, 2000.

COIBION, Olivier; GORODNICHENKO, Yuriy; ROPELE, Tiziano. Inflation expectations and firm decisions: new causal evidence. *Quarterly Journal of Economics*, v. 135, n. 1, 2020.

CUKIERMAN, Alex. Central bank independence and monetary policymaking institutions: past, present and future. *European Journal of Political Economy*, v. 24, n. 4, 2008.

DE MENDONÇA, Helder Ferreira. Independência do Banco Central e coordenação de políticas macroeconômicas: lições para o Brasil. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 13, n. 2, 2004.

DE MENDONÇA, Helder Ferreira. Mecanismos de transmissão monetária e a determinação da taxa de juros: uma aplicação da Regra de Taylor ao caso brasileiro. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 26, n. 3, 2017.

DE PAULA, Luiz Fernando; FRITZ, Barbara; PRATES, Daniela Magalhães. Keynes at the periphery: currency hierarchy and challenges for economic policy in emerging economies. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 40, n. 2, 2017.

ERBER, Fabio Stefano. As convenções de desenvolvimento no governo Lula: um ensaio de economia política. *Revista de Economia Política*, v. 31, n. 1, 2008.

- FAVERO, Carlo A.; GIAVAZZI, Francesco. Inflation targeting and debt: lessons from Brazil. In: *Inflation Targeting, Debt, and the Brazilian Experience 1999–2003*. Cambridge: MIT Press, 2005.
- FRIEDMAN, Milton. The role of monetary policy. *American Economic Review*, v. 58, n. 1, 1968.
- GALÍ, Jordi; GERTLER, Mark. Inflation dynamics: a structural econometric analysis. *Journal of Monetary Economics*, v. 44, n. 2, 1999.
- GALÍ, Jordi; MONACELLI, Tommaso. Monetary policy and exchange rate volatility in a small open economy. *Review of Economic Studies*, v. 72, n. 3, 2005.
- GERTLER, Mark; KARADI, Peter. Monetary policy surprises, credit costs, and economic activity. *American Economic Journal: Macroeconomics*, v. 7, n. 1, 2015.
- GOLDFAJN, Ilan; WERLANG, Sergio R. C. The pass-through from depreciation to inflation: a panel study. Banco Central do Brasil Working Paper, n. 5, 2000.
- GONÇALVES, Carlos Eduardo S.; SALLES, João M. Inflation targeting in emerging economies: what do the data say? *Journal of Development Economics*, v. 85, n. 1–2, 2008.
- KALTENBRUNNER, Annina; PAINCEIRA, Juan Pablo. Subordinated financial integration and financialisation in emerging capitalist economies: the Brazilian experience. *New Political Economy*, v. 23, n. 3, 2018.
- KYDLAND, Finn E.; PRESCOTT, Edward C. Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*, v. 85, n. 3, 1977.
- LIMA, Gilberto Tadeu; SETTERFIELD, Mark. Inflation targeting and macroeconomic stability in a post Keynesian economy. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 30, n. 3, 2008.
- LUCAS, Robert E. Econometric policy evaluation: a critique. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, v. 1, 1976.
- MINELLA, André; DE FREITAS, Paulo Springer; GOLDFAJN, Ilan; MUINHOS, Marcelo Kfoury. Inflation targeting in Brazil: constructing credibility under exchange rate volatility. *Journal of International Money and Finance*, v. 22, n. 7, 2003.
- MINELLA, André; SOUZA-SOBRINHO, Nelson F. Monetary channels in Brazil through the lens of a semi-structural model. *Economic Modelling*, v. 30, 2013.
- MINSKY, Hyman P. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, 1986.
- MISHKIN, Frederic S. Symposium on the monetary transmission mechanism. *Journal of Economic Perspectives*, v. 9, n. 4, 1995.

MISHKIN, Frederic S. Inflation targeting in emerging-market countries. *American Economic Review*, v. 90, n. 2, 2000.

MISHKIN, Frederic S. The transmission mechanism and the role of asset prices in monetary policy. NBER Working Paper, 2001.

MISHKIN, Frederic S.; SCHMIDT-HEBBEL, Klaus. Does inflation targeting make a difference? NBER Working Paper, n. 12876, 2007.

MODENESI, André de Melo; ARAÚJO, Eliane Cristina de. Price stability under inflation targeting in Brazil: an empirical analysis of the monetary policy transmission mechanism based on a VAR model (2000–2008). *Investigación Económica*, v. 72, n. 283, 2013.

MONTES, Gabriel Caldas. Credibilidade do Banco Central e política monetária no Brasil. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 22, n. 1, 2013.

MONTES, Gabriel Caldas; MACHADO, Caroline Cabral. Credibility and the credit channel transmission of monetary policy: theoretical model and econometric analysis for Brazil. *Journal of Economic Studies*, v. 40, n. 4, 2013.

NAKANO, Yoshiaki. O regime monetário, a dívida pública e a alta taxa de juros. *Conjuntura Econômica*, v. 59, n. 11, 2005.

OBSTFELD, Maurice; ROGOFF, Kenneth. Exchange rate dynamics redux. *Journal of Political Economy*, v. 103, n. 3, 1995.

OREIRO, José Luis; PAULA, Luiz Fernando de. *Macroeconomia do desenvolvimento: uma perspectiva keynesiana*. Rio de Janeiro: LTC, 2010.

OREIRO, José Luis. Economia pós-keynesiana: origem, programa de pesquisa, questões resolvidas e desenvolvimentos futuros. *Ensaio FEE*, Porto Alegre, v. 32, n. 2, p. 283–312, nov. 2011.

OREIRO, José Luis; FEIJÓ, Carmem Aparecida; PUNZO, Lionello Franco; MACHADO, João Pedro Heringer. Peripheral financialization and premature deindustrialization: a theory and the case of Brazil (2003–2015). *International Review of Economic Policy*, 2021.

OREIRO, José Luis; D'AGOSTINI, Luciano Luiz Manarin. Macroeconomic policy regimes, real exchange rate overvaluation and performance of the Brazilian economy (2003–2015). *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 40, n. 1, 2017.

ORPHANIDES, Athanasios. Monetary policy rules based on real-time data. *American Economic Review*, v. 91, n. 4, 2001.

PAULA, Luiz Fernando de; MODENESI, André de Melo; PIRES, Manoel Carlos C. The tale of the contagion of two crises and policy responses in Brazil: a case of (Keynesian) policy

coordination? *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 37, n. 3, 2015.

REY, Hélène. Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence. NBER Working Paper, n. 21162, 2015.

ROGOFF, Kenneth. The optimal degree of commitment to an intermediate monetary target. *Quarterly Journal of Economics*, v. 100, n. 4, 1985.

SARGENT, Thomas J.; WALLACE, Neil. Some unpleasant monetarist arithmetic. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, v. 5, n. 3, 1981.

SUMMA, Ricardo; BRAGA, Julia. Conflito distributivo e inflação no Brasil: a abordagem estruturalista pós-keynesiana. *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 26, n. 2, 2017.

SVENSSON, Lars E. O. Inflation forecast targeting: implementing and monitoring inflation targets. *European Economic Review*, v. 41, n. 6, 1997.

SVENSSON, Lars E. O. Open-economy inflation targeting. *Journal of International Economics*, v. 50, n. 1, 2000.

TAYLOR, John B. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, v. 39, 1993.

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