



UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

JÚLIA MARTINS DO CARMO

GESTÕES DO BANCO CENTRAL DO BRASIL E POLÍTICA MONETÁRIA:
CONTINUIDADES E RUPTURAS SOB DIFERENTES LIDERANÇAS (2003-2019)

JUIZ DE FORA
2024

JÚLIA MARTINS DO CARMO

**GESTÕES DO BANCO CENTRAL DO BRASIL E POLÍTICA MONETÁRIA:
CONTINUIDADES E RUPTURAS SOB DIFERENTES LIDERANÇAS (2003-2019)**

Monografia apresentada ao Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Juiz de Fora como requisito para obtenção do título de bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof^o. Dr. Wilson Luiz Rotatori Corrêa.

Juiz de Fora

2024

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

do Carmo, Júlia Martins.

Gestões do Banco Central do Brasil e política monetária :
Continuidades e rupturas sob diferentes lideranças (2003-2019) /
Júlia Martins do Carmo. -- 2025.

34 f. : il.

Orientador: Wilson Luiz Rotatori Corrêa

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) - Universidade
Federal de Juiz de Fora, Faculdade de Economia, 2025.

1. Regra de Taylor. 2. Política monetária. 3. Banco Central do
Brasil. 4. Gestões presidenciais. 5. Autonomia e credibilidade
institucional. I. Corrêa, Wilson Luiz Rotatori, orient. II. Título.



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

ATA DE APROVAÇÃO DE MONOGRAFIA II (MONO B)

Ao Presidente da Comissão Coordenadora de Monografias

Na data de 28/01/2025 às 11:00 a Banca Examinadora, composta pelos professores:

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

reuniu-se presencialmente na sala 05 da Faculdade de Economia para avaliar a monografia da acadêmica **Júlia Martins do Carmo**, intitulada: **Gestões do Banco Central do Brasil e Política Monetária: Continuidade e Rupturas sob Diferentes Lideranças (2003-2019)**.

Após primeira avaliação, a banca resolveu APROVAR a referida monografia.



Documento assinado eletronicamente por **Jose Simao Filho, Professor(a)**, em 31/01/2025, às 14:58, 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 03/02/2025, às 08:14, 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 **2214173** e o código CRC **36297CBC**.

AGRADECIMENTOS

Primeiramente, expresso minha gratidão à minha mãe, Rita, por não apenas assegurar que nunca me faltasse nada, mas também por fazer sobrar tantas coisas boas em minha vida. Aos meus avós maternos, Alice e João Carlos, sou profundamente grata por terem estado ao meu lado na busca pelos meus sonhos, mesmo quando não os compreendiam plenamente. Agradeço também ao Pedro pela escuta atenta e por confiar incessantemente no meu potencial, mesmo nos momentos em que eu própria duvidei.

Por fim, manifesto minha gratidão ao meu orientador, Wilson Luiz, pela paciência e pelos valiosos ensinamentos compartilhados, assim como aos demais professores da faculdade de economia, que me transmitiram lições para além da sala de aula e que continuam a lutar pela preservação da humanidade em nossa profissão.

“Tenho o caminho do que sempre quis.”

(Milton Nascimento)

RESUMO

Este estudo analisa a condução da política monetária no Brasil entre 2003 e 2019, abrangendo as gestões de Henrique Meirelles, Alexandre Tombini e Ilan Goldfajn. Por meio de uma Regra de Taylor adaptada ao contexto brasileiro, foram analisadas as relações entre taxa de juros, inflação, hiato do produto e câmbio, destacando a relevância do componente cambial em uma pequena economia aberta como a do Brasil. Variáveis *dummy* foram incluídas para investigar possíveis rupturas no comportamento do Banco Central durante as transições de liderança. Entretanto, a análise empírica revelou uma continuidade na condução da política monetária mesmo em contextos políticos distintos. Essa estabilidade é corroborada pelas características acadêmicas e profissionais dos dirigentes e pela composição diretiva do Banco Central, evidenciando a manutenção da autonomia ao longo de todo período analisado.

Palavras-Chave: Regra de Taylor; Política Monetária; Banco Central do Brasil; Autonomia e Credibilidade Institucional; Gestões Presidenciais.

ABSTRACT

This study analyzes the conduct of monetary policy in Brazil from 2003 to 2019, covering the tenures of Henrique Meirelles, Alexandre Tombini, and Ilan Goldfajn. Using a Taylor Rule adapted to the Brazilian context, the relationships between interest rates, inflation, the output gap, and the exchange rate were analyzed, highlighting the importance of the exchange rate component in a small open economy like Brazil's. Dummy variables were included to investigate possible disruptions in the Central Bank's behavior during leadership transitions. However, the empirical analysis revealed continuity in monetary policy conduct even across distinct political contexts. This stability is supported by the academic and professional backgrounds of the governors and the composition of the Central Bank's board, demonstrating the preservation of autonomy throughout the entire analyzed period.

Keywords: Taylor Rule; Monetary Policy; Central Bank of Brazil; Institutional Autonomy and Credibility; Presidential Administrations.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BCB	Banco Central do Brasil
BID	Banco Interamericano de Desenvolvimento
CMN	Conselho Monetário Nacional
COPOM	Comitê de Política Monetária
FMI	Fundo Monetário Internacional
IBC-Br	Índice de Atividade Econômica do Banco Central
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IPCA	Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo
IPEA	Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada
RMI	Regime de Metas de Inflação

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	11
2. REVISÃO DE LITERATURA.....	14
2.1. Perfil dos Presidentes e composição da diretoria.....	14
2.1.1. Henrique Meirelles.....	16
2.1.2. Alexandre Tombini.....	16
2.1.3. Ilan Goldfajn.....	17
2.2. Regime de Metas de Inflação.....	17
2.3. Instrumentos Técnicos de Política Monetária.....	19
2.3.1. Regra de Taylor Original.....	19
2.3.2. Abordagem Forward-Looking.....	20
2.3.3. Adaptações para Economia Brasileira.....	21
2.3.4. Função de Reação do Banco Central.....	23
3. METODOLOGIA.....	28
3.1. Base de Dados.....	28
3.2. Regra de Taylor para economia brasileira no período de 2003:7 a 2019:2.....	29
3.3. Análise dos Robustez.....	31
4. CONCLUSÃO.....	33
REFERÊNCIAS.....	34

1. INTRODUÇÃO

A política monetária desempenha um papel central na estabilidade econômica de um país, sobretudo em economias emergentes como a brasileira, onde a gestão de temas como inflação, crescimento econômico e credibilidade institucional é crucial para a construção de um ambiente favorável ao desenvolvimento. No Brasil, a implementação do Regime de Metas de Inflação em 1999 representou um marco na condução da política monetária ao estabelecer a meta de inflação como norteador das decisões do Banco Central. Dentro desse regime, a taxa básica de juros, conhecida como taxa Selic, passa a ser o principal instrumento à disposição da autoridade monetária para alinhar a inflação às metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN, doravante).

Desde então, a forma como o Banco Central conduz a política monetária instiga um amplo debate acadêmico e político, especialmente em relação à dicotomia entre a aplicação de regras predefinidas e a discricionariedade das decisões da autarquia. Nesse contexto, a Regra de Taylor se destaca como um referencial teórico importante. Originalmente desenvolvida para a economia dos Estados Unidos, a regra estabelece uma relação entre a taxa de juros nominal, o desvio da inflação em relação à meta e o hiato do produto. No entanto, sua aplicação ao caso brasileiro exige adaptações que considerem as particularidades econômicas, sociais e institucionais do país.

Entre 2003 e 2019, o Banco Central do Brasil foi liderado por três presidentes: Henrique Meirelles (2003-2010), Alexandre Tombini (2011-2016) e Ilan Goldfajn (2016-2019). Cada gestão enfrentou desafios específicos relacionados à inflação e crescimento econômico, além de contextos políticos e econômicos que moldaram suas estratégias de condução da política monetária.

Henrique Meirelles presidiu o Banco Central entre janeiro de 2003 e dezembro de 2010, e conduziu a instituição com rigor no controle inflacionário, mesmo em cenários econômicos e políticos desafiadores. Durante seu primeiro ano de gestão, o dirigente teve que lidar com uma inflação acumulada de 12,2%. A partir de 2004, graças a políticas monetárias rigorosas e à manutenção de juros elevados, a meta foi atingida em todos os anos de sua gestão, resultando em crescimento econômico e reforço da credibilidade da instituição.

Em entrevista concedida à coleção História Contada do Banco Central do Brasil (2019), Meirelles enfatiza o papel estrito da autoridade monetária na condução da inflação próxima à meta, ainda que o contexto seja transfigurado. Tal abordagem pôde ser observada no tratamento da crise de 2008 pela autarquia, que adotou uma postura de recuperação gradual

pós-crise mesmo diante do comprometimento do crescimento e de demandas reativas políticas.

Alexandre Tombini assumiu a presidência do Banco Central em janeiro de 2011, indicado pela presidente Dilma Rousseff, após uma longa trajetória como servidor na instituição. Em seus meses iniciais como gestor, optou por não modificar as decisões de política monetária em curso naquele momento. Foi somente em agosto de 2011, quando a autarquia passou a operar sucessivas reduções ou conservação da taxa Selic em contexto de aceleração inflacionária e estímulo de crédito, que a ruptura se evidenciou. Esse movimento foi observado até novembro de 2012 e demonstrou que a regra que fora bem-sucedida na gestão de Meirelles havia deixado de informar a política monetária nacional.

Essa mudança, no entanto, não conseguiu conter a aceleração inflacionária - que alcançou 6,41% em 2014 e 10,64% em 2015, enquanto o Brasil enfrentava sua primeira recessão em anos consecutivos, com quedas no PIB de 3,55% em 2015 e 3,31% em 2016. A gestão de Tombini ficou marcada politicamente por uma postura mais leniente em relação à inflação, priorizando o estímulo ao investimento produtivo para preservar níveis de emprego e renda, mas com resultados econômicos limitados e perda de credibilidade na política monetária.

Sob liderança de Ilan Goldfajn, o Banco Central foi capaz de retomar sua credibilidade junto ao mercado e contornar os problemas inflacionários, revertendo expectativas elevadas de inflação para 2016 de 6,87% para níveis próximos à meta central de 4,5% já em 2017 e 2018, e convergentes à meta em 2019. Tais valores prospectados pelo Boletim Focus autorizaram ao CMN reduzir as metas dos anos de 2019 e 2020 para 4,25% e de 2021 para 3,75%.

O cenário delimitado nessa regência foi marcado pela convivência entre baixas taxas de inflação e juros, com a inflação acumulada caindo de 6,29% em 2016 para cerca de 4% em 2019 e a taxa Selic sendo reduzida de 14,25% para 5%, seu menor nível desde o Plano Real até aquele momento. A autoridade monetária nesse período foi bastante sensível aos desvios de inflação, de tal sorte que essa esteve abaixo da meta por dois anos consecutivos, 2017 e 2018, algo que só havia sido observado anteriormente nos anos de 2006 e 2007 sob a gestão de Meirelles.

Destarte, o presente trabalho tem como objetivo principal investigar as possíveis continuidades e rupturas na condução da política monetária ao longo desses três mandatos. Busca-se responder à seguinte pergunta: Houve diferenças significativas na forma como cada gestão respondeu aos choques inflacionários e às variações no hiato do produto? Além disso,

este estudo busca compreender a influência dos perfis acadêmicos e profissionais dos dirigentes do Banco Central na condução da política monetária, ampliando a análise para além dos aspectos técnicos e quantitativos.

Para responder a essa questão, será utilizada uma Regra de Taylor adaptada à economia brasileira em linha com o estudo de Barbosa, Camêlo e João (2016), que exploraram as dinâmicas da política monetária brasileira no contexto do Regime de Metas de Inflação.

Por fim, este trabalho pretende contribuir para o debate acadêmico e político sobre a política monetária no Brasil, fornecendo uma análise detalhada das gestões de Meirelles, Tombini e Goldfajn. Espera-se que os resultados obtidos possam oferecer subsídios para futuras reflexões e aprimoramentos na condução da política monetária, em um cenário econômico que continua a apresentar desafios significativos para o país, bem como contribuir para detalhamento da extensa literatura acerca do tema.

O presente estudo está dividido em 4 seções para além desta introdução. Na segunda parte, estão contidas as informações sobre a revisão de literatura, que fornece discussões sobre o perfil dos presidentes do Banco Central, o regime de metas de inflação e os instrumentos técnicos da autarquia. A terceira parte descreve os dados e a metodologia utilizada neste trabalho, bem como expõe uma análise de robustez. Por fim, a quarta seção é dedicada às conclusões.

2. REVISÃO DE LITERATURA

Nesta seção, será abordada a revisão bibliográfica acerca das rupturas e continuidades entre os presidentes do Banco Central com mandatos compreendidos entre 2003 e 2019, elucidando as discussões que têm moldado essa área de pesquisa e permitindo uma análise detalhada e crítica do conhecimento já existente.

Na primeira parte, serão evidenciadas as características acadêmicas e profissionais de cada um dos dirigentes à frente da autarquia, bem como a composição dos cargos da diretoria em cada um dos mandatos. Em seguida, na segunda seção, serão apresentados a história e o funcionamento do regime de metas de inflação vigente no Brasil, elemento fundamental para compreender os parâmetros pelos quais a condução da política atual se guia.

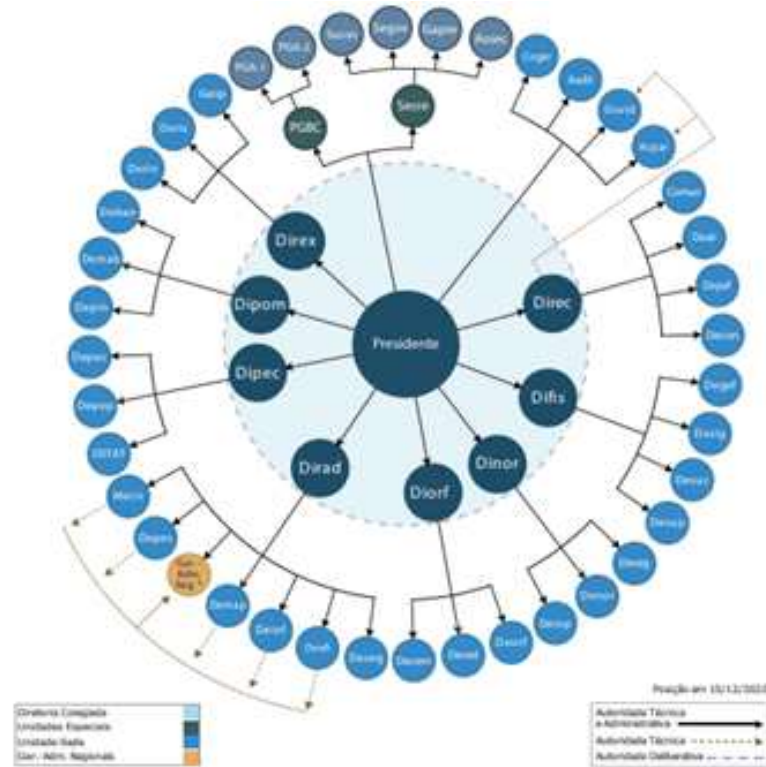
A terceira seção é dedicada à discussão sobre os instrumentos técnicos que a autarquia dispõe para conduzir a política monetária, abarcando as definições acerca da regra de Taylor original e suas adaptações, e da função de reação do Banco Central do Brasil (BCB, daqui em diante), bem como apresenta um panorama acerca das principais características de cada mandato.

2.1. Perfil dos Presidentes e composição da diretoria

Hodiernamente, o BCB está organizado com a seguinte estrutura: um presidente e oito diretores que desempenham funções específicas em diversas áreas. Essas áreas incluem as pastas de administração (DIRAD), política monetária (DIPOM), assuntos internacionais e gestão de riscos corporativos (DIREX), fiscalização (DIFIS), regulação (DINOR), política econômica (DIPEC), organização do sistema financeiro e controle de operações de crédito rural (DIORF), e relacionamento institucional e cidadania (DIREC).

Institucionalmente, a nomeação dos diretores se dá de maneira constitucional pelo Presidente da República. Na prática, as nomeações são feitas pelo próprio dirigente do Banco Central – esse sim, indicado pelo Presidente da República e sujeito à aprovação do Senado Federal.

Figura 1 – Organograma de diretorias e unidades vinculadas



Fonte: Banco Central do Brasil.¹

Como observado nos estudos de Adolph (2013, citado por Dantas, Codato e Perissinotto, 2014), existem duas principais fontes de recrutamento dos dirigentes dos Bancos Centrais: o setor financeiro e o próprio governo. Nessa óptica, o fluxo entre o Estado e o ramo de seus dirigentes, explicaria, em parte, o comportamento do Banco Central frente a política monetária:

A compreensão das preferências de política monetária dos Bancos Centrais começa com os planos de carreira e as preocupações profissionais dos banqueiros centrais. A experiência profissional anterior pode influenciar suas crenças pessoais acerca do equilíbrio, inflação e estabilidade da produção (...) (Adolph, 2013, citado por Dantas, Codato, Perissinotto, 2014, p.7, tradução nossa).

Assim como a origem dos dirigentes, suas aspirações futuras também têm potencial de influenciar nas preferências e tomadas de decisões de modo indireto. A perspectiva de avanço na carreira profissional, dentro ou fora do governo, cria incentivos para que o indivíduo busque agradar aqueles que possam beneficiá-lo profissionalmente. Assim, a análise a seguir busca examinar o perfil acadêmico e profissional de cada um dos presidentes tratados neste estudo: Henrique Meirelles, Alexandre Tombini e Ilan Goldfajn.

¹ Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/organograma>>. Acesso em: 8 de abril. 2024.

2.1.1. Henrique Meirelles

Henrique Meirelles liderou o BCB de janeiro de 2003 a dezembro de 2010, durante os dois mandatos do presidente Luís Inácio Lula da Silva. Graduado em engenharia de produção pela Universidade de São Paulo (USP), Meirelles recebeu o título de doutor honoris causa em economia pela Bryant College. Antes de ingressar na autoridade monetária nacional, ele trabalhou na FleetBoston's Global and Wholesale Bank, empresa do setor financeiro. Após deixar a autarquia, Meirelles atuou junto a Autoridade Pública Olímpica e, em seguida, também realizou trabalhos para empresas do setor de consultorias (como a J&F, KKR e Lazard), antes de retomar, em 2016, como Ministro da Fazenda do governo Temer. Mais tarde, em 2018, ele foi indicado como Secretário Estadual da Fazenda e Planejamento do estado de São Paulo.

A partir dos dados fornecidos pelo Observatório de Elites Políticas e Sociais do Brasil, destacados por Dantas, Codato e Perissinotto (2014), foi possível observar que durante sua gerência, 90% dos cargos de política monetária e cambial foram ocupados por dirigentes de origem externa, todos esses economistas. Já para a diretoria de fiscalização, normatização e administração, 57% das vagas foram ocupadas por burocratas.

2.1.2. Alexandre Tombini

Alexandre Tombini presidiu o Banco Central de janeiro de 2011 a junho de 2016, abrangendo o primeiro e parte do segundo mandato da presidente Dilma Rousseff. Formado em economia pela Universidade de Brasília (UnB) e doutor pela Universidade de Illinois, Tombini tem origem no próprio Banco Central e, após deixar a presidência, assumiu cargo de diretor executivo no Fundo Monetário Internacional (FMI).

Durante seu mandato, 2/3 dos cargos da diretoria de política monetária e cambial foram ocupados por profissionais de origem externa, todos eles economistas. Já para as pastas de fiscalização, normatização e administração, 2/3 dos cargos foram ocupados por burocratas, de acordo com os dados Observatório de Elites Políticas e Sociais do Brasil.

2.1.3. Ilan Goldfajn

Ilan Goldfajn esteve à frente do BCB entre junho de 2016 e fevereiro de 2019. Graduado em economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) e doutor pelo Instituto de Tecnologia de Massachusetts (MIT), Ilan foi economista-chefe e sócio do Banco Itaú. Após deixar sua posição na entidade monetária nacional, trabalhou em 2022 no Fundo Monetário Internacional (FMI) e atualmente ocupa a presidência do Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID).

Ao assumir a presidência do Banco Central em 2016, Ilan nomeou um diretor do setor externo para liderar a diretoria de política monetária, enquanto realocou um funcionário interno para a diretoria de administração. De maneira complementar, o dirigente indicou dois profissionais com carreiras acadêmicas para as pastas de política econômica e assuntos internacionais e de gestão de riscos corporativos. Por fim, vale destacar a ascensão de um funcionário do Banco Central à direção do relacionamento institucional e cidadania, além da conservação de outros 3 dirigentes em suas respectivas pastas. Esse movimento de Ilan pode ser entendido como uma continuidade do que fora exposto acima, indicando que há sim perfis comuns para cada uma das diretorias do banco central.

No que diz respeito à nomeação dos diretores para os três presidentes deste estudo, é possível inferir que não há aleatoriedade na seleção para essas posições. As diretorias de política monetária e cambial continuam a ser ocupadas por indivíduos externos ao próprio Banco Central, enquanto as pastas de fiscalização, normatização e administração são, geralmente, ocupadas por pessoas de origem interna da instituição, confirmando a tese de Olivieri (2007).

2.2. Regime de Metas de Inflação

O Regime de Metas de Inflação, adotado no Brasil em junho de 1999 em contexto de crise cambial e de renegociação da dívida externa brasileira com o FMI, representou uma mudança significativa na abordagem do controle inflacionário. Antes da adoção desse regime, o Brasil operava sob um sistema de ancoragem cambial, no qual o valor da moeda doméstica era ressalvado por um ativo em moeda estrangeira.

De acordo com Giambiagi *et al* (2005), a transição do regime de ancoragem cambial para o Regime de Metas para Inflação (doravante, RMI) foi caracterizado por um contexto de incertezas e otimismo por parte de seus idealizadores; havia apreensão quanto à um possível

descontrole inflacionário e ao potencial de escalada da inflação. No entanto, o mercado foi favorável à modificação e o governo passou a adotar políticas de redução das taxas de juros, o que autorizou a retomada do crescimento econômico e uma melhora na balança comercial nacional a partir de 1999.

Em essência, o RMI foi adotado como estratégia de estabilização dos níveis de preços em contexto de crise cambial e ressurgimento da inflação. Já em vigência, foi possível observar taxas de inflação mais baixas comparadas ao histórico vivenciado, como destacado pelo Banco Central:

No caso da economia brasileira, a estabilidade de preços (e a conseqüentemente adesão ao RMI) tornou-se o objetivo primordial da política monetária, tendo em vista que, após vários anos de elevado crescimento econômico, entre a década de 80 e a primeira metade dos anos 90, o país experimentou forte queda da taxa de crescimento do produto e, simultaneamente, considerável elevação da taxa de inflação, dinâmica que motivou a adoção de sete planos de estabilização econômica no período 1985-1994, sendo que apenas o último deles, o Plano Real, logrou êxito em conter a escalada dos preços. (Banco Central do Brasil, 2016 citado por De Aguiar Nunes; Alvim, 2017, p.8).

No RMI, a meta a ser atingida é anunciada publicamente e funciona como referência para as expectativas dos agentes em relação à inflação futura, permitindo que desvios em relação à meta sejam corrigidos ao longo do tempo. Nessa sistemática, cabe ao CMN definir a meta a ser perseguida junto ao seu intervalo de flutuação e ao BCB adotar as medidas de política monetária para alcançá-la. A operacionalização deste regime engloba também a participação do Comitê de Política Monetária (COPOM, a partir de agora), que deve fixar a taxa Selic com base na meta inflacionária previamente estabelecida, a fim de influenciar o custo do crédito e alinhar as expectativas dos agentes.

É relevante destacar, que o CMN delimita a meta para 3 anos à frente, visando reduzir incertezas e melhorar a capacidade de planejamento dos agentes econômicos. Caso a inflação supere esses limites predefinidos, o presidente do BCB deverá redigir uma carta aberta ao Ministro da Fazenda detalhando os motivos do não cumprimento e as medidas para o retorno da inflação aos limites estabelecidos. Uma vez expostas as praxes do não cumprimento, tem-se que a meta de inflação deve ser estrita e flexível, permitindo acomodar nos intervalos de tolerância os eventuais choques de oferta na atividade econômica, como exposto por Licha (2015).

O modo como a política monetária chega até os preços, ainda que de forma defasada, conta com cinco canais de transmissão – a saber, (1) o de consumo e investimento, (2) o da taxa de câmbio, (3) o da riqueza, (4) o de crédito e (5) o de expectativas.

No primeiro canal, um aumento da taxa Selic implica na elevação das demais taxas de juros reais, o que impacta nas decisões de consumo e investimento dos agentes ao longo do tempo e reduz a pressão sobre os preços. Já no caminho do câmbio, um aumento na taxa básica de juros delimita uma valorização da moeda doméstica em detrimento das demais, o que provoca a redução do nível de preços graças ao aumento das importações - que, por sua vez, diminui a demanda doméstica e promove um barateamento relativo dos preços internacionais e dos insumos produtivos.

No canal da riqueza, uma elevação da taxa básica de juros desestimula a atividade, de tal sorte que realiza a contenção dos preços dos ativos e, como efeito, da riqueza daqueles que os detêm. O penúltimo meio, o do crédito, associa-se bastante com o primeiro, uma vez que o aumento dos juros nominais resulta no aumento dos juros reais, freando o volume de empréstimos disponíveis. Por fim, o canal das expectativas dita que um aumento na taxa Selic para controle inflacionário trará uma redução da atividade no curto e longo prazos. Isso pode ser entendido pelos agentes como uma compressão da inflação futura, que pressionará os preços no curto prazo, uma vez que os valores maiores não terão espaço em um momento à frente.

Nesse contexto, Minella *et.al* (2003) reitera a relevância do RMI brasileiro no processo de estabilização macroeconômica, destacando-o como um mecanismo de construção de credibilidade essencial. Sob essa ótica, o não cumprimento dos compromissos previamente estabelecidos com a sociedade de manutenção da inflação dentro da meta, podem ocasionar em perda de credibilidade para a instituição governamental, o que contribui para a persistência da inflação, como destacam Barro e Gordon (1983).

2.3. Instrumentos Técnicos de Política Monetária

2.3.1. Regra de Taylor Original

A compreensão da relação entre regra e discricionariedade na história da condução de política econômica desempenha um papel central nos estudos acerca da regra de Taylor. Em sua forma original, Taylor (1993) formula uma equação de juros para economia estadunidense, fornecendo não somente uma estrutura para a política monetária baseada em regras, mas também estimulando o debate sobre a melhor abordagem para condução política em diferentes contextos. Sob essa ótica, o princípio de Taylor pode ser conceituado como a prática de se aumentar, mais que proporcionalmente, a taxa básica de juros em resposta ao

aumento da inflação. Em outras palavras, implica em elevar a taxa de juros para além do incremento inflacionário. A identidade representada pela equação (1) expõe essa premissa:

$$r = p + 2 + 0,5y + 0,5(p - 2) \quad (1)$$

Nessa formulação, r representa taxa de juros definida pelo Banco Central, p indica a inflação acumulada nos últimos 4 trimestres, 2 denota a taxa de juros real consistente com o pleno emprego estadunidense de 2% a.a, $(p - 2)$ reflete o desvio da inflação em relação a sua meta anual de 2% e y representa o desvio percentual do produto em relação à sua tendência linear.

Os desvios de inflação e hiato do produto representam, essencialmente, um tradeoff aos Bancos Centrais: ao aumentar os juros em termos reais, há uma redução da inflação e uma desaceleração da atividade econômica. Assim, a autoridade monetária precisa decidir qual das duas variáveis terá maior peso em cada período de determinação dos juros de curto prazo. Em suma, é preciso definir se haverá uma perseguição mais rígida à meta de inflação com um maior custo na atividade ou uma maior leniência com o desvio inflacionário para manter a atividade econômica mais aquecida. (Basile,2019).

2.3.2. Abordagem Forward-Looking

Apresentada por Clarida, Gali e Gertler (2000), na abordagem forward-looking os desvios são definidos como valores esperados, e não em termos históricos como descrito na formulação original, acrescidos de um coeficiente de inércia. Essa descrição está alinhada com a definição do BCB sobre a atuação do COPOM, dado que essa entidade realiza uma avaliação da tendência futura da inflação utilizando medidas em termos qualitativos e quantitativos para determinar a meta a ser perseguida no RMI. A equação descrita é a que se segue:

$$r_t = (1 - p) \left[rr^* - (1 - \beta) \pi^* + \beta \pi_{t,k} + \gamma x_{t,q} \right] + p(L) r_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

Onde, r_t delimita a taxa de juros definida pelo Banco Central, rr^* denota a taxa de juros real neutra, π^* é a meta de inflação, $\pi_{t,k}$ representa a variação percentual nos preços entre t e $t+k$ (k trimestres à frente), $x_{t,q}$ indica o desvio percentual entre o produto corrente e o

produto potencial entre os períodos t e $t+q$ (q trimestres à frente), $p(L)$ denota o polinômio de defasagens e ε_t mensura o erro estocástico.

A partir da equação (2), é possível inferir que a determinação da taxa de juros atual está condicionada à trajetória antecipada da inflação e da atividade econômica durante o horizonte de tempo relevante para conclusão da política monetária. O componente inercial, presente na ponderação dessas decisões, reflete a defasagem temporal do impacto de uma alteração na taxa de juros sobre a economia. Isso ocorre porque um aumento na taxa de juros na atualidade não necessariamente repercute imediatamente na inflação devido à rigidez dos canais de transmissão da política monetária.

Apesar da formulação forward-looking representar um avanço à Regra de Taylor original, tais formulações matemáticas ainda são incrementadas pelos Bancos Centrais para determinar os juros de curto prazo e conduzir a política monetária de maneira mais eficaz, haja vista que a economia real comporta-se de maneira muito mais complexa e detalhada.

2.3.3. Adaptações para Economia Brasileira

A depender do modo de estimação das variáveis para cada economia particular, o resultado pode variar substancialmente. Para o caso da economia brasileira, é preciso considerar a elevada trajetória histórica dos juros nominais domésticos comparativamente aos demais países subdesenvolvidos. Esse fato estilizado tem sido justificado na literatura pela presença de mecanismos de transmissão de política monetária parcialmente obstruídos, que, quanto mais limitados forem, maior tende a ser a taxa de juros da economia em análise. O artigo de De Mendonça (2016) propõe uma regra de Taylor modificada para o Brasil:

$$i_t = \pi_t + r^* + i_t^{EUA} + 0,5(\pi_t - \pi^*) + 0,5y_t \quad (3)$$

Nesse modelo, há a inclusão da variável i_t^{EUA} , a taxa de juros básica dos Estados Unidos, para a determinação da taxa de juros de curto prazo brasileira. Não há, entretanto, adoção de parâmetros cambiais nessa identidade – os quais são tratados com relativa importância pela literatura acerca do tema, como demonstra Amaral (2006).

No estudo de Barbosa, Camêlo e João (2016), os autores estimam a taxa de juros natural e uma regra de Taylor para a economia brasileira no período de 2003 a 2015. Essa formulação inclui variáveis do tipo *dummy*, fundamentais para avaliar a hipótese de mudanças

no comportamento do Banco Central em relação à taxa de inflação, ao hiato do produto e à taxa de câmbio durante o governo Dilma Rousseff.

Na estimativa da taxa de juros natural para a economia brasileira, os autores partem da premissa de diversos canais de integração nacionais com mercados financeiros, reconhecendo que a securitização da dívida pública, realizada em 1994, é um marco importante nesse processo. Nesse contexto, a dívida externa foi convertida em títulos públicos denominados em dólares e emitidos pelo governo brasileiro, os quais estão vinculados às taxas de juros dos títulos americanos (r^*), ao risco-país (y_t) e ao risco cambial (τ_t) vigentes. Portanto, em uma economia sem restrições à mobilidade de capitais e com ativos perfeitamente substituíveis, a taxa natural de juros pode ser expressa por:

$$\bar{r} = r_t^* + y_t + \tau_t \quad (4)$$

Na construção da Regra de Taylor adaptada para economia brasileira (equação (5)), a inclusão do câmbio (q_t) na análise fundamenta-se no entendimento de que, embora o grau de abertura comercial do Brasil - medido pela razão do comércio internacional (importações mais exportações) como proporção do PIB - seja relativamente baixo, isso não justifica a utilização de um modelo de economia fechada para o cálculo da taxa de juros natural. Em consonância com o pensamento original de Taylor, o autor original reconhece que a exclusão do câmbio de sua formulação inicial parte do pressuposto de que uma forte reação às variações cambiais poderiam amplificar a volatilidade da inflação e do hiato do produto. Contudo, em economias de pequeno porte e abertas, o câmbio desempenha um papel significativo, justificando sua consideração em modelos mais abrangentes.

$$\begin{aligned} \Delta i_t = & \alpha_1(\bar{r}_t + \pi_t - i_{t-1}) + \alpha_2(\pi_t^e - \bar{\pi}) + \alpha_3 y_t + \alpha_4 y_{t-1} \\ & + \alpha_5 \Delta q_t + \alpha_6 \Delta \Delta q_t + \alpha_7 \Delta i_{t-1} + \epsilon_t \end{aligned} \quad (5)$$

Além de considerar o câmbio, os autores realizam uma análise prospectiva do hiato da inflação, considerando seu valor esperado e não o corrente, e observam a defasagem na variação dos juros nominais - em consonância com a ideia de que o Banco Central do Brasil promove ajustes graduais na taxa Selic.

2.3.4. Função de Reação do Banco Central

Com o avanço do processo de financeirização das economias, Braga *et al.* (2017) enfatizam a crescente importância da política monetária, haja vista o declínio relativo das políticas fiscais em virtude do clamor por políticas de austeridade e o aumento da predominância do sistema financeiro e da acumulação financeira, que resultam em uma maior influência dos preços dos ativos sobre os interesses econômicos.

Conceitualmente, a função de reação do Banco Central corresponde a uma das equações que compõem o modelo semi estruturado agregado de pequeno porte, não somente do BCB, mas de diversas outras autoridades monetárias. Essa equação descreve como a autarquia responde, em termos de política monetária, a eventuais desvios da trajetória esperada de determinadas variáveis macroeconômicas, como a inflação e o produto. A adoção de regras pela autoridade monetária pode ser interpretada pelos agentes como um mecanismo de previsão, uma vez que está exposto a estrutura utilizada pela instituição na tomada de decisões relativas aos juros nominais.

O modelo agregado de pequeno porte divulgado elucidada as formulações projetivas do BCB no Relatório de Inflação de dezembro de 2021. Nesse documento, a autoridade monetária alinha o aperfeiçoamento da comunicação e da transparência para com os agentes econômicos ao discorrer sobre as cinco equações comportamentais da instituição: (1) a curva de Phillips, (2) a curva IS, (3) uma regra de Taylor, (4) uma equação de paridade descoberta de juros e (5) a curva de expectativas inflacionárias. Essas equações constituem um importante insumo no processo de tomada de decisões do COPOM.

A curva de Phillips retratada pela equação (1) da figura 2 indica que a determinação da dinâmica inflacionária de preços livres é uma função da inércia inflacionária, das expectativas de inflação, da inflação externa, da taxa de câmbio, do hiato do produto doméstico e das anomalias climáticas.

Nessa identidade, $\Pi_t^{L,sa}$ representa a inflação de preços livres do IPCA com ajuste sazonal, $\Pi_t^{IPCA,sa}$ denota a inflação do IPCA com ajuste sazonal, $\Pi_{t,t+}^e$ é a expectativa inflacionária apurada em t para 4 trimestres à frente, Π_t^* é a inflação importada de commodities, onde Π_t^{*agri} , Π_t^{*met} e $\Pi_t^{*energia}$ representam a inflação importada de commodities agrícolas, metálicas e energéticas, respectivamente com seus respectivos pesos w_a , w_m e w_e . O desvio da variação da taxa de câmbio em relação à sua variação de longo prazo é denotado

por $\Delta\epsilon_t$, h_t é o hiato do produto doméstico, $Clima_t^2$ é uma variável que captura choques de oferta provenientes de anomalias climáticas, d_t^{la} é uma *dummy* que assume valor 1 quando a anomalia climática é negativa e d_t^{el} é uma *dummy* que assume valor 1 quando a anomalia climática é positiva; por fim, $\epsilon_t^{\Pi^L}$ é um termo de erro.

Figura 2 – Equações modelo agregado de pequeno porte Banco Central do Brasil

$$(1) \pi_t^{L,sa} = \alpha_{1L}\pi_{t-1}^{L,sa} + \alpha_{11}\frac{\sum_{i=1}^4 \pi_{t-i}^{IPCA,sa}}{4} + (1 - \alpha_{1L} - \alpha_{11})\pi_{t,t+4|t}^e + \alpha_2 \hat{\pi}_t^* + \alpha_3 \widehat{\Delta e}_{t-2} + \alpha_4 h_t + \frac{\sum_{i=0}^2 (\alpha_5 d_{t-i}^{el} + \alpha_6 d_{t-i}^{la}) Clima_{t-i}^2}{3} - \frac{\sum_{i=3}^5 (\alpha_5 d_{t-i}^{el} + \alpha_6 d_{t-i}^{la}) Clima_{t-i}^2}{3} + \epsilon_t^{\pi^L}$$

onde: (1.1) $\hat{\pi}_t^* = w_a \hat{\pi}_t^{*agr} + w_m \hat{\pi}_t^{*metal} + w_e \hat{\pi}_t^{*energia}$

$$(2) h_t = \beta_1 h_{t-1} - \beta_2 \hat{r}_{t-1} - \beta_3 \widehat{rp}_t - \beta_4 \widehat{e}_t + \beta_5 h_t^* + \epsilon_t^h$$

onde: (2.1) $\hat{r}_t = i_{t,t+4|t}^e - \pi_{t,t+4|t}^e - r_t^{eq}$

$$(2.2) i_{t,t+4|t}^e = (0,5i_t + E_t i_{t+1} + E_t i_{t+2} + E_t i_{t+3} + 0,5E_t i_{t+4})/4 + \epsilon_t^{L,e}$$

$$(3) i_t = \theta_1 i_{t-1} + \theta_2 i_{t-2} + (1 - \theta_1 - \theta_2) * [r_t^{eq} + \pi_t^{meta} + \theta_3 (\pi_{t,t+4|t}^e - \pi_t^{meta})] + \epsilon_t^i$$

$$(4) \Delta e_t = \Delta e^{ppc} - \delta (i_t^{dif} - i_{t-1}^{dif}) + \epsilon_t^e$$

onde (4.1) $i_t^{dif} = i_t - (i_t^* + CDS_t)$

$$(4.2) \Delta e^{ppc} = \pi^{meta,ss} - \pi^{*ss}$$

$$(5) \hat{\pi}_{t,t+4|t}^e = \varphi_1 \hat{\pi}_{t-1,t+3|t-1}^e + \varphi_2 E_t \hat{\pi}_{t,t+4} + \varphi_3 \left(\frac{\sum_{i=1}^4 \hat{\pi}_{t-i}}{4} \right) + \epsilon_t^e$$

Fonte: Banco Central do Brasil. ²

A mecânica do hiato do produto doméstico em conformidade com suas defasagens, o hiato da taxa de juros real ex-ante, uma variável fiscal, incerteza econômica e com o hiato do produto mundial é tratada pela curva IS, representada pela equação (2) da figura acima.

Na equação, r_t é uma medida de hiato de taxa de juros real, definida pela diferença da expectativa da taxa Selic um ano a frente ($i_{t,t+4|t}^e$) e a expectativa de inflação do mesmo período ($\pi_{t,t+4|t}^e$), obtidas pela pesquisa Focus, e a taxa de juros real neutra (r_t^{eq}). A variável rp é uma medida do resultado primário do governo central corrigido pelo ciclo econômico e

² Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202112/ri202112b7p.pdf>>. Acesso em: 22 de abril. 2024.

por outliers, ie_t denota o grau de incerteza da economia, h_t^* mensura o hiato do produto mundial relevante para a economia brasileira e ϵ_t^{i-e} e ϵ_t^h são termos de erro.

A função de reação do BCB é representada pela regra de Taylor descrita na identidade (3). Na equação, i_t delimita a meta para a Selic nominal, variável que é definida com base no seu próprio valor defasado e nas respostas da autoridade monetária aos desvios da inflação com relação à meta (π_t^{meta}) e um erro estocástico, ϵ_t^i .

A equação (4), que representa a paridade descoberta de juros (Uncovered Interest Parity – UIP), descreve a relação entre a variação da taxa de câmbio, denominada por Δe_t , e o diferencial dos juros internos e externos, ajustados por um prêmio de risco – o qual é medido pelo Credit Default Swaps (CDS) de 5 anos para o Brasil. Já a variação esperada para o câmbio de longo prazo (Δe^{ppc}), segue a paridade do poder de compra, sendo dado pelo diferencial entre a meta de inflação doméstica de longo prazo ($\Pi^{meta-ss}$) e a inflação de equilíbrio externa (Π^{*ss}).

Por fim, o Banco Central do Brasil apresenta na equação 5 as expectativas de inflação, buscando manter a coerência e consistência entre as expectativas de inflação medidas pela pesquisa Focus e as demais variáveis. É importante destacar que as expectativas de inflação reagem endogenamente no modelo. Nessa formulação, $\Pi_{t,t+4|t}^e$ é o desvio de expectativa de inflação para os próximos 4 trimestres à frente, apurado pela pesquisa Focus, $E_t \Pi_{t,t+4}$ representa a expectativa de inflação consistente com o modelo, Π_t denota o desvio da inflação trimestral em relação à meta de inflação e ϵ_t^e é o termo de erro.

Tendo em vista tais conceitos e evidências empíricas, é pertinente examinar as características distintivas de cada um dos presidentes do Banco Central mencionados neste ensaio, Henrique Meirelles, Alexandre Tombini e Ilan Goldfajn, haja vista que, ainda que tais formulações sejam balizadoras das decisões de política monetária para todos os três mandatos, evidências de continuidades e rupturas entre os dirigentes são destacadas na literatura.

Foi sob a liderança de Henrique Meirelles que o RMI brasileiro passou a operar de modo eficiente dentro das faixas estabelecidas pelo CMN. Em linhas gerais, o presidente priorizou a estabilidade inflacionária e demonstrou comprometimento com a conservação do tripé macroeconômico. No ano de 2003, a autoridade monetária não foi capaz de manter a

inflação dentro da meta estabelecida em virtude da forte crise cambial de 2002. Já em 2004, com um cenário externo favorável, foi possível a adoção de políticas monetárias mais restritivas, que acompanharam Meirelles ao longo de seus 8 anos à frente do Banco Central.

Entre 2004 e 2008, segundo dados do IPEA (2010), o Brasil experimentou o mais longo período de crescimento econômico da sua história recente, sendo interrompido em seu ano limite pela crise desencadeada nos Estados Unidos, que afetou as múltiplas economias do globo. Em síntese, a política monetária de Meirelles apresentou foco na estabilidade de preços, o que delimitou a subordinação das políticas fiscais e cambiais à política de juros praticada.

Ao assumir o cargo em 2011, Alexandre Tombini não realizou, inicialmente, muitas alterações na condução da política monetária do BCB. Seu mandato foi caracterizado por três momentos distintos: uma continuidade nos primeiros meses após a gestão de Meirelles, um ensaio de ruptura entre 2011 e 2014 e um retorno ao rigor político a partir de então.

Como observado por Mesquita (2014 citado por Marcos, 2015), a primeira fase do governo foi de continuidade, com mudanças limitadas em relação às políticas anteriores. A inflexão política só ficou evidente em 2011, quando houve uma reversão abrupta da política monetária. Nesse período, o BCB adotou uma postura mais relaxada em relação à inflação e com amparo inicial em uma política fiscal mais restritiva. Como resultado, entre 2011 e 2014 as taxas inflacionárias ficaram muito próximas ao limite superior da meta. Foi nesse contexto que, pela primeira vez desde a implementação do RMI, houve um corte de juros em um momento em que tanto a inflação corrente quanto as expectativas futuras de inflação mostravam sinais de aceleração.

Na tentativa de alterar a matriz econômica do país, a autarquia reduziu artificialmente a taxa de juros para níveis muito baixos com o fito de estimular o consumo e o investimento para atingir o crescimento econômico. Essa ação promoveu uma revisão das expectativas de inflação e gerou impactos nos índices correntes de inflação, tornando cada vez mais difícil para o BCB cumprir a meta estipulada pelo CMN, o que desencadeou em perda de credibilidade por parte da autoridade monetária. Segundo Martins e De Lorenzo (2011), a “decisão do Copom pode ter tido um viés político e sinaliza pouco comprometimento da autoridade monetária com o cumprimento da meta de inflação”.

Em 2013, o BCB voltou a assumir uma postura mais rígida à política monetária. Nas palavras do próprio dirigente da autarquia, presente no XVII seminário de metas para a inflação:

Cabe à política monetária o dever de conter os efeitos de segunda ordem decorrentes dos ajustes de preços relativos ora em curso. É fundamental para o sucesso do nosso processo de ajustes em 2015 e para as perspectivas de iniciar um novo ciclo de crescimento sustentável mais à frente, que esse cenário de convergência se materialize como resultado da vigilância da política monetária. (Tombini, 2015, p.9).

A nova abordagem adotada pelo regime reiterou a vigilância da autoridade monetária para com a estabilidade de preços, de tal sorte que a operação se guiou no realinhamento das expectativas de médio prazo através da manipulação da taxa de juros.

Em junho de 2016, Ilan Goldfajn tomou posse da cadeira presidencial no BCB. A partir do estudo de Gomes (2021), observou-se que durante seu mandato a autoridade monetária voltou considerar o hiato do produto uma preocupação relevante. Além disso, entre 2017 e 2019 o câmbio real apresentou tendência crescente, de tal maneira que o comportamento dos juros parecia estar em consonância com o comportamento cambial.

Sumarizando o que foi apresentado anteriormente, ainda que as formulações matemáticas do Banco Central se mantenham consistentes durante os mandatos compreendidos entre 2003 e 2019, há na literatura autores que defendem a ocorrência de rupturas na política monetária nas gestões de Meirelles e Tombini. Durante o mandato de Ilan, por outro lado, a literatura acerca do tema sugere uma trajetória mais alinhada àquela experimentada sob a liderança de Meirelles. Este estudo busca investigar se há evidências dessas diferenças utilizando o arcabouço básico da regra de Taylor.

3. METODOLOGIA

A presente seção descreve os procedimentos metodológicos adotados para investigar as possíveis rupturas ou continuidades na condução da política monetária do BCB entre os mandatos de Henrique Meirelles, Alexandre Tombini e Ilan Goldfajn, compreendidos entre os anos de 2003 a 2019.

No recorte temporal, exclui-se a gestão de Armínio Fraga (1994-2002) devido a sua primazia perante ao modelo de metas de inflação e às dificuldades iniciais de se consolidar o regime. Da mesma forma, o atual presidente Campos Neto (2019-2024) não foi incluído devido à mudança institucional ocorrida no Banco Central, a qual representou a independência da instituição e estabeleceu o fim do mandato apenas para 2024.

3.1. Base de Dados

Em conformidade com a abordagem metodológica proposta por Barbosa, Camêlo e João (2016), o presente estudo utilizou cinco variáveis na análise: a taxa nominal de juros, representada pela taxa Selic acumulada no mês, conforme disponibilizado pelo IPEADData; a taxa de inflação mensal acumulada, divulgada pelo IBGE; a meta de inflação, o índice de câmbio real efetivo ajustado pelo IPCA e o produto, medido por meio do Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br), todos disponibilizados pelo Banco Central do Brasil.

As variáveis de juros e inflação foram tratadas de forma acumulada nos últimos 12 meses e dessazonalizadas para isolar as flutuações que ocorrem ao longo do ano, a fim de evitar que tendências ou mudanças estruturais sejam refletidas no modelo. O produto potencial foi extraído do IBC-Br por meio da aplicação do filtro de Hodrick-Prescott, com o parâmetro $\lambda = 14.400$, para a formulação do hiato do produto.

As séries históricas foram coletadas para o período de julho de 2003 (2003:7) a fevereiro de 2019 (2019:2), abrangendo os mandatos presidenciais de Henrique Meirelles (2003:1 a 2010:12), Alexandre Tombini (2011:1 a 2016:6) e Ilan Goldfajn (2016:7 a 2019:2). O avanço temporal de 6 meses no mandato de Henrique Meirelles deve-se à ausência de dados do IBC-Br anteriores a 2003.

Antes de adotar a denominação IBC-Br, o índice de atividade econômica do Banco Central era conhecido como Indicador de Atividade Econômica (IAE) e foi utilizado até 2003. A partir de então, o IBC-Br passou a ser adotado, incorporando uma metodologia mais robusta e abrangente, com o objetivo de antecipar de forma mais precisa os resultados do PIB,

a partir de dados de diversas fontes, como a produção industrial, o comércio varejista e os serviços.

Dessa forma, optou-se por utilizar exclusivamente os dados do IBC-Br e, em razão das defasagens temporais associadas ao intervalo entre a implementação da política monetária e seus efeitos, os dados foram avançados temporalmente em 6 meses para contemplar esse descompasso.

3.2. Regra de Taylor para economia brasileira no período de 2003:7 a 2019:2

A formulação da Regra de Taylor para o Brasil, no período de 2003 a 2019, baseou-se no estudo de Barbosa, Camêlo e João (2016), diferenciando-se pela exclusão da estimativa da taxa natural de juros. Essa escolha está alinhada com o objetivo desse trabalho de investigar possíveis rupturas ou continuidades na política monetária, sem que haja necessidade de analisar isoladamente esse elemento. A formulação inicial de uma regra de Taylor adaptada à economia brasileira é a exposta pela equação (6):

$$\Delta i_t = \beta_0 + \beta_1(\Pi_t - \Pi_t^*) + \beta_2(\gamma_t - \gamma_t^*) + \beta_3(\Delta \ln \theta_t) + \beta_4(\ln \theta_t) + \beta_5 \cdot i_{t-1} + \beta_6 \cdot \Delta i_{t-1} \quad (6)$$

Nessa formulação, Δi_t designa a variação da taxa de juros, Π_t é a inflação acumulada corrente, Π_t^* é a meta de inflação, γ_t representa o produto, γ_t^* indica o produto potencial, θ_t é o câmbio real, i_{t-1} representa a taxa de juros defasada em um período e Δi_{t-1} a variação dessa taxa de juros defasada.

O parâmetro β_0 é o intercepto da regressão e indica a taxa natural de juros para esse modelo simplificado; os parâmetros β_1 , β_2 , β_3 , β_4 , β_5 e β_6 capturam, respectivamente, os efeitos dos desvios inflacionários, desvios do produto, variações log lineares do câmbio, efeito log linear do câmbio, impacto do juros defasado e a variação dos juros defasados em um período. A inclusão da taxa de juros defasada está em linha com o movimento histórico do BCB de ajustes graduais da taxa de juros.

Seguindo a abordagem do estudo supracitado, foram incluídas duas variáveis *dummy* à regressão linear para capturar alterações significativas relacionadas às transições de gestão. A primeira dessas variáveis, *DI*, representa o período temporal compreendido entre janeiro de 2011 e julho de 2016; enquanto a segunda, *D2*, está relacionada às datas posteriores a julho de

2016. A adição dessas variáveis dicotômicas na equação (6) foi testada de maneira individual e agrupada. Os resultados estão especificados na tabela 1 abaixo.

Tabela 1 - Inclusão de variáveis dummy à equação (6)

Variáveis	Equação (6)	Equação (6) + D1	Equação (6) + D2	Equação (6) + D1 + D2
Hiato Inflação em t	0.013263 * (0.005585)	0.016237 ** (0.006193)	0.010728 . (0.005728)	0.015364 * (0.006116)
Hiato Produto em t	0.002455 (0.002190)	0.002250 (0.002197)	0.002501 (0.002177)	0.002115 (0.002167)
Varição do Câmbio Real em t	-0.418219 (0.277991)	-0.367649 (0.281540)	-0.440570 (0.276590)	-0.351258 (0.277660)
Câmbio Real em t	0.027623 (0.070410)	0.014278 (0.071389)	0.078254 (0.075471)	0.077293 (0.074818)
Juros Nominal em t-1	-0.012345 *** (0.002700)	-0.014068 *** (0.003114)	-0.013771 *** (0.002799)	-0.017919 *** (0.003439)
Varição Juros Nominal em t-1	0.839184 *** (0.039748)	0.837502 *** (0.039752)	0.841125 *** (0.039522)	0.838761 *** (0.039197)
Dummy 1		-0.026299 (0.023734)		-0.052322 * (0.025639)
Dummy 2			-0.045577 . (0.025432)	-0.068611 * (0.027623)
Observações	188	188	188	188
R ²	0.8611	0.8621	0.8635	0.8666

Fonte: Elaboração própria³

Os dados apresentados revelam que a inclusão isolada da *D1* não foi estatisticamente significativa, enquanto a *D2* apresentou significância apenas ao nível de 10%. Contudo, ao serem adicionadas de forma conjunta, essas variáveis mostraram-se significativas ao nível de 5%.

Além disso, observa-se que a inclusão isolada da *dummy 1* contribuiu para uma melhora na significância estatística do parâmetro de hiato de inflação. Por outro lado, a inclusão isolada da *dummy 2* resultou em uma redução dessa significância. É importante notar que os parâmetros que representam a dinâmica dos juros nominais mantiveram-se altamente significativos em todos os testes realizados.

Com esses resultados, a regra de Taylor adaptada à economia brasileira passa a considerar, também, os parâmetros dicotômicos das *dummies 1* e *2*, como exposto pela equação (7):

$$\Delta i_t = \beta_0 + \beta_1(\Pi_t - \Pi_t^*) + \beta_2(\gamma_t - \gamma_t^*) + \beta_3(\Delta \ln \theta_t) + \beta_4(\ln \theta_t) + \beta_5 \cdot i_{t-1} + \beta_6 \cdot \Delta i_{t-1} + \beta_7 D1 + \beta_8 D2 \quad (7)$$

³ Códigos de significância: "****" p < 0.001, "***" p < 0.01, "**" p < 0.05, "." p < 0.1

3.3. Análise dos Robustez

Tendo como base a especificação (7), foram incluídas na equação seis defasagens temporais para os hiatos de inflação e produto, fundamentando-se na hipótese de rigidez nos canais de transmissão da política monetária. O período analisado abrangeu até 6 meses após a adoção da política e os resultados podem ser observados na tabela 2.

Tabela 2 - Comparação equação (7) com e sem as defasagens

Variáveis	Equação (7)	Equação (7) Defasada
Hiato Inflação em t	0.015364 * (0.006116)	0.0328038 (0.0254522)
Hiato Produto em t	0.002115 (0.002167)	0.0045107 . (0.0024624)
Varição do Câmbio Real em t	-0.351258 (0.277660)	-0.4285186 (0.2740448)
Câmbio Real em t	0.077293 (0.074818)	0.0418336 (0.0718091)
Juros Nominal em t-1	-0.017919 *** (0.003439)	-0.0077396 . (0.0041887)
Varição Juros Nominal em t-1	0.838761 *** (0.039197)	0.8162973 *** (0.0386806)
Hiato Inflação em t-1		-0.0316288 (0.0457375)
Hiato Inflação em t-2		0.0695222 (0.0493936)
Hiato Inflação em t-3		-0.1129053 * (0.0504453)
Hiato Inflação em t-4		0.0934002 . (0.0504511)
Hiato Inflação em t-5		-0.0167794 (0.0457382)
Hiato Inflação em t-6		-0.0260261 (0.0236905)
Hiato Produto em t-1		0.0047159 * (0.0022384)
Hiato Produto em t-2		-0.0035499 (0.0022641)
Hiato Produto em t-3		0.0047472 * (0.0022477)
Hiato Produto em t-4		0.0003336 (0.0022416)
Hiato Produto em t-5		-0.0013489 (0.0022406)
Hiato Produto em t-6		0.0080319 ** (0.0024203)
Dummy 2	-0.052322 * (0.025639)	-0.0148006 (0.0259239)
Dummy 3	-0.068611 * (0.027623)	-0.0318606 (0.0277746)
Observações	188	188
R ²	0.8666	0.8911

Fonte: Elaboração própria

Após a inclusão das defasagens, as variáveis *dummy* previamente adicionadas perdem significância estatística, indicando que estavam mal especificadas e capturando efeitos de variáveis omitidas. Com a introdução do descompasso temporal para os hiatos, esses efeitos tornam-se explícitos, eliminando a relevância estatística das variáveis tipo *dummy*.

A remoção das demais variáveis independentes sem significância estatística foi realizada com base na análise do p-valor. Em primeiro momento, ambas as variáveis *dummy* foram retiradas, e, em seguida, as variáveis de defasagem dos hiatos de inflação e produto foram sendo gradualmente excluídas. A formulação final resultante desse procedimento é apresentada pela equação (8).

$$\begin{aligned} \Delta i_t = & \beta_0 + \beta_1(\Pi_t - \Pi_t^*) + \beta_2(\gamma_t - \gamma_t^*) + \beta_3(\Delta \ln \theta_t) + \beta_4 \cdot i_{t-1} + \beta_5 \cdot \Delta i_{t-1} \\ & + \beta_6(\Pi_{t-3} - \Pi_{t-3}^*) + \beta_7(\Pi_{t-4} - \Pi_{t-4}^*) + \beta_8(\Pi_{t-5} - \Pi_{t-5}^*) \\ & + \beta_9(\gamma_{t-1} - \gamma_{t-1}^*) + \beta_{10}(\gamma_{t-3} - \gamma_{t-3}^*) + \beta_{11}(\gamma_{t-6} - \gamma_{t-6}^*) \end{aligned} \quad (8)$$

Embora a variável de câmbio tenha apresentado significância apenas ao nível de 10%, ela foi mantida no modelo devido à sua relevância destacada na literatura. Consequentemente, os demais parâmetros com o mesmo nível de significância também foram preservados.

4. CONCLUSÃO

Este estudo teve como objetivos principais a estimativa de uma regra de Taylor adaptada à economia brasileira, considerada como uma pequena economia aberta, e a avaliação da hipótese de possíveis continuidades ou rupturas na condução da política monetária sob os mandatos de Henrique Meirelles, Alexandre Tombini e Ilan Goldfajn à frente do Banco Central. A análise foi fundamentada nas características diretivas e na formação acadêmica e profissional de cada gestor.

No que tange à estimação da regra de Taylor para o período de 2003 a 2019, os resultados indicam que a variação da taxa de juros nominal foi significativamente influenciada por componentes defasados, o que sustenta a premissa de rigidez nos canais de transmissão da política monetária. Adicionalmente, observou-se a importância do componente de variação dos juros nominais em $t-1$, em conformidade com o histórico de ajustes graduais promovidos pela autarquia.

Em relação às hipóteses de continuidades e rupturas, a análise empírica sugere que não houve diferenças substanciais entre os mandatos analisados. Embora as variáveis *dummy*, indicativas de mudanças de gestão, tenham apresentado significância estatística na equação (7), essa relevância desaparece com a inclusão de variáveis defasadas. Isso indica que a percepção das decisões de política monetária não é individualizada, mas sim interpolada entre os diferentes governos.

Apesar dos distintos contextos políticos em que cada mandato esteve inserido, as composições diretivas no período de 2003 a 2019 foram marcadas por considerável semelhança. Essa uniformidade reforça a ideia de continuidade e autonomia do Banco Central ao longo do recorte temporal analisado. Em todas as gestões, os diretores responsáveis pela pasta de política cambial eram oriundos de fora da instituição, enquanto as áreas de fiscalização, normatização e administração permaneceram sob liderança de burocratas internos.

Destarte, os resultados deste trabalho indicam a ausência de rupturas significativas na condução da política monetária pelo BCB entre 2003 e 2019, mesmo diante de mudanças nos cenários político e econômico. Essa evidência corrobora a ideia de que as lideranças dentro da instituição mantiveram um perfil semelhante ao longo do tempo, garantindo a estabilidade na execução de suas funções.

REFERÊNCIAS

- AMARAL, R. Q.; MOTTA, F. C. **Uma análise da política monetária brasileira: a determinação da inflação e a Regra de Taylor do Banco Central**. In: Encontro Nacional de Economia, ANPEC-SUL. Florianópolis, 2006.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Organograma**. , [s.d.]. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/organograma>>. Acesso em: 4 maio. 2024
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação - Dezembro de 2021**. , dez. 2021. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/content/ri/relatorioinflacao/202112/ri202112b7p.pdf>>. Acesso em: 4 maio. 2024
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/metainflacao>>.
- BARBOSA, F. DE H.; CAMÊLO, F. D.; JOÃO, I. C.. **A Taxa de Juros Natural e a Regra de Taylor no Brasil: 2003-2015**. Revista Brasileira de Economia, v. 70, n. 4, p. 399–417, out. 2016.
- BARRO, R; GORDON, D. (1983). **Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy**. Journal Working Paper Series, n. 1079.
- BASILE, H.; PAULO, S. **A REGRA DE TAYLOR NO BRASIL**. [s.l: s.n.]. Disponível em: <<https://repositorio-api.insper.edu.br/server/api/core/bitstreams/4808238e-f356-468f-b5e2-78fc3ae3de7e/content>>. Acesso em: 4 maio. 2024.
- BC: Gestão Ilan Goldfajn** | Blog do IBRE. Disponível em: <<https://blogdoibre.fgv.br/posts/bc-gestao-ilan-goldfajn>>. Acesso em: 4 maio. 2024.
- BRAGA, J. C.; OLIVEIRA, G. C.; WOLF, P. J. W.; PALLUDETTO, A. W. A.; DEOS, S. S. **For a political economy of financialization: theory and evidence**. Economia e Sociedade, Campinas, v. 26, número especial, p. 829-856, 2017
- CARNEIRO; R. **O Desenvolvimento brasileiro pós-crise financeira: oportunidades e riscos**. Campinas: Unicamp, 2010. (Observatório da economia global, n. 4).
- CLARIDA, R., GALI, J. & GERTLER, M. (1997, November). **Monetary policy rules in practice: Some international evidence** (Working Paper No 6254). National Bureau of Economic Research (NBER). doi: 10.3386/w6254
- DANTAS, ERIC, GIL; CODATO, ADRIANO; PEISSINOTTO, RENATO. **Perfil dos diretores do Banco Central do Brasil nos governos Cardoso, Lula e Dilma. working papers/textos para discussão**. Observatório de elites políticas e sociais do Brasil. NUSP/UFPR, n. 10, novembro 2014. p. 1-16. ISSN

DE AGUIAR NUNES, M.; ALVIM, A. **UMA ANÁLISE DA CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA BRASILEIRA NO PERÍODO PÓS METAS DE INFLAÇÃO**. [s.l.: s.n.]. Disponível em: <https://meriva.pucrs.br/dspace/bitstream/10923/22078/2/Uma_anlise_da_conduo_da_politica_monetria_brasileira_no_perodo_ps_metas_de_inflao.pdf>. Acesso em: 4 maio. 2024.

GIAMBIAGI, Fabio,... [et al] (orgs.). **Economia brasileira contemporânea (1945-2004)**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

GOMES, J. P. **A política monetária brasileira de 2005 a 2019: modificações na Regra de Taylor e preferências do Banco Central do Brasil**. Monografia—Universidade de Brasília: [s.n.].

História Contada do Banco Central do Brasil. , 2019. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/historiacontada/publicacoes/hc_bc_volume_25_henrique_meirelles.pdf>. Acesso em: 30 abr. 2024

IPEA, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Brasil em Desenvolvimento: Estado, planejamento e políticas públicas. Brasília: IPEA, 2010. v.1 em 3. (Brasil: o Estado de uma Nação).

LICHA, A. L. **Teoria da política monetária**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2015.

MARCOS, S. **Determinantes da taxa de juros no Brasil: uma comparação entre a política monetária do governo Lula e do governo Dilma**. Uchile.cl, 9 set. 2015.

MARTINS, A.; DE LORENZO, F. (2011). **Corte de juros levanta dúvidas sobre regime de metas de inflação**. Valor Econômico, São Paulo, 1 set. 2011.

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, SP, v. 10, n. 1, p. 65–81, 2016. Disponível em: <https://periodicos.sbu.unicamp.br/ojs/index.php/ecos/article/view/8643105>. Acesso em: 17 abr. 2024.

MINELLA, A.; FREITAS, P. S. D.; GOLDFAJN, I.; MUINHOS, M. K. **Inflation targeting in brazil: constructing credibility under exchange rate volatility**. Journal of international Money and Finance, Elsevier, v. 22, n. 7, p. 1015–1040, 2003.

OLIVIERI, CECÍLIA. **Política, burocracia e redes sociais: as nomeações para o alto escalão do Banco Central do Brasil**. Revista de Sociologia e Política, n. 29, p. 147–168, nov. 2007.

TAYLOR, J. B. (1993). **Discretion versus policy rules in practice**. CarnegieRochester Conference Series on Public Policy, 39(1), 195–214. doi: 10.1016/0167- 2231(93)90009-L

TOMBINI, A. **Discurso do Ministro Alexandre Tombini, Presidente do Banco Central do Brasil no encerramento do XVII Seminário de Metas para a Inflação**. . In: XVII SEMINÁRIO DE METAS PARA A INFLAÇÃO. Rio de Janeiro, 22 maio 2015. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/appron/apres/Discurso_do_Presidente_no_encerramento_metas_para_a_infla%C3%A7%C3%A3o.pdf>. Acesso em: 4 maio. 2024

DE ALMEIDA, L. ANÁLISE DA POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL DURANTE O PERÍODO 2003-2012. Monografia—Universidade Federal do Ceará: [s.n.].