Transmissão Monetária nas Expectativas de Mercado no Brasil

Evidências Expectacionais (2022–2026)

Pedro Ivo Camacho Alves Salvador

Técnico de Planejamento e Pesquisa — DIMAC/IPEA

Professor Adjunto — PPGAD/DAC/UFF

pedro.salvador@ipea.gov.br

Área temática: Macrofinanças

Classificação JEL: E43, E52, E58, G12, G14, C32.

Resumo

Este artigo investiga a estrutura de transmissão da política monetária brasileira a partir das expectativas do mercado financeiro, utilizando dados semanais do Boletim FOCUS do Banco Central do Brasil (BCB) para o período 2021–2026. Empregamos modelos de Vetor Autorregressivo (VAR) bivariados e multivariados, Causalidade de Granger e Funções de Resposta ao Impulso (IRF) com inferência bootstrap para identificar: (i) os canais de causalidade entre a taxa Selic e variáveis macroeconômicas nas expectativas; (ii) a função de reação implícita do Comitê de Política Monetária (Copom); e (iii) padrões sistemáticos de viés e erros de previsão do consenso de mercado. Os resultados mostram causalidade de Granger robusta da Selic sobre IPCA, câmbio e dívida em praticamente todos os horizontes, com bidirecionalidade câmbio–Selic configurando empiricamente uma regra de Taylor aumentada pela taxa de câmbio. A análise setorial via IRF revela que a indústria é o canal real dominante do aperto monetário, enquanto a agropecuária exibe resposta contraintuitiva positiva associada à desconexão com a demanda doméstica. O consenso de mercado apresenta viés sistemático de subestimação da Selic e superestimação do desemprego, colocando em xeque a calibração dos modelos de Curva de Phillips utilizados pelo mercado.

Palavras-chave: política monetária, expectativas de mercado, VAR, Causalidade de Granger, Boletim FOCUS, Regra de Taylor, Brasil.

Abstract

This paper investigates the monetary policy transmission structure in Brazil through the lens of financial market expectations, using weekly data from the Central Bank of Brazil's FOCUS Report (BCB) for the period 2021–2026. We employ bivariate and multivariate Vector Autoregressive (VAR) models, Granger Causality tests, and Impulse Response Functions (IRF) with bootstrap

inference to identify: (i) the causality channels between the Selic rate and macroeconomic variables in market expectations; (ii) the implicit reaction function of the Monetary Policy Committee (Copom); and (iii) systematic patterns of bias and forecast errors in the market consensus. Results show robust Granger causality from the Selic rate to the IPCA, exchange rate, and public debt across virtually all horizons, with Selic–exchange rate bidirectionality empirically configuring a Taylor Rule augmented by the exchange rate. The sectoral IRF analysis reveals that industry is the dominant real channel of monetary tightening, while agriculture exhibits a counterintuitive positive response associated with its decoupling from domestic demand. The market consensus displays a systematic bias of underestimating the Selic rate and overestimating unemployment, calling into question the calibration of the Phillips Curve models used by market participants.

Keywords: monetary policy, market expectations, VAR, Granger Causality, FOCUS Report, Taylor Rule, Brazil.

1. Introdução

A condução da política monetária em economias emergentes envolve desafios que transcendem os frameworks canônicos desenvolvidos para economias avançadas. No Brasil, o Banco Central opera em um ambiente caracterizado por elevada sensibilidade ao câmbio, fragilidade fiscal estrutural, pass-through cambial expressivo e uma história recente de instabilidade inflacionária que moldou — e segue moldando — a formação de expectativas dos agentes.

O Boletim FOCUS, publicado semanalmente pelo Banco Central do Brasil (BCB), consolida as projeções de dezenas de instituições financeiras para variáveis como IPCA, taxa Selic, câmbio, PIB e dívida pública. Essas expectativas não são termômetros passivos: elas influenciam contratos de longo prazo, decisões de investimento e, em última instância, os próprios resultados das variáveis que pretendem prever (Woodford, 2003; Svensson, 2010). Compreender como essas expectativas são formadas, revisadas e interconectadas é, portanto, condição necessária para avaliar a eficácia da política monetária.

Este artigo tem três objetivos específicos. Primeiro, identificar os canais de causalidade entre a expectativa da taxa Selic e as demais variáveis macroeconômicas nas projeções do FOCUS, utilizando Causalidade de Granger em VAR bivariados para horizontes temporais de 2022 a 2026. Segundo, estimar a função de reação implícita do Copom a partir das IRFs de um VAR multivariado, investigando em que medida as expectativas do mercado refletem uma Regra de Taylor — potencialmente augmentada pela taxa de câmbio. Terceiro, documentar os padrões de viés sistemático no consenso de mercado, com implicações para o desenho da comunicação do BCB e para a literatura sobre racionalidade das expectativas.

Nossa contribuição à literatura se dá em três dimensões. Do ponto de vista metodológico, combinamos análise de causalidade cross-variável em múltiplos horizontes com IRF bootstrap em VAR multivariado sobre dados de expectativas. Do ponto de vista empírico, documentamos a evolução da estrutura de causalidade das expectativas FOCUS de 2022 a 2026. Do ponto de vista de política econômica, nossos resultados têm implicações diretas para a comunicação da política monetária e para a calibração dos modelos de previsão utilizados pelas instituições financeiras.

O restante do artigo está organizado da seguinte forma: a Seção 2 revisa a literatura relevante; a Seção 3 descreve os dados e a metodologia; as Seções 4 a 6 apresentam os resultados; a Seção 7 discute as implicações; e a Seção 8 conclui.

2. Revisão da Literatura

2.1 Política Monetária e Expectativas em Economias Emergentes

A literatura sobre política monetária em economias emergentes destaca a centralidade das expectativas como mecanismo de transmissão. Bernanke e Mishkin (1997) argumentam que a credibilidade do regime de metas de inflação é o principal determinante da ancoragem das expectativas de longo prazo. Para o Brasil, Minella et al. (2003) documentam que o BCB estabeleceu credibilidade crescente ao longo dos anos 2000, mas a sensibilidade das expectativas ao câmbio permaneceu alta.

Bevilaqua et al. (2007) estudam a formação de expectativas no Brasil pós-2003 e encontram evidências de aprendizado adaptativo — os agentes revisam suas projeções de IPCA e Selic de forma coerente e com correlação positiva. Nosso trabalho estende essa análise para o período 2021–2026, o mais turbulento desde a implantação do regime de metas, incorporando a dimensão setorial da transmissão via mercado de trabalho e PIB por setor.

2.2 Modelos VAR e Causalidade de Granger em Expectativas

O uso de modelos VAR para analisar dados de expectativas tem precedentes na literatura internacional. Ang, Bekaert e Wei (2007) utilizam VAR para decompor yields de títulos em componentes de expectativas e prêmio de prazo. Gürkaynak et al. (2005) empregam abordagem similar para o caso norte-americano, identificando como surpresas de política monetária afetam a estrutura a termo das taxas.

Para o caso brasileiro, Cerisola e Gelos (2009) estimam uma função de reação do BCB e testam a racionalidade das expectativas do FOCUS, encontrando erros sistemáticos sobretudo nos períodos de

alta da Selic. Nossa contribuição é estender essa análise com Causalidade de Granger em múltiplos horizontes e com IRF bootstrap.

2.3 Regra de Taylor em Economia Aberta

Taylor (1993) propõe que bancos centrais ajustem a taxa de juros nominal em resposta a desvios da inflação de sua meta e ao hiato do produto. Para economias abertas, Ball (1999) e Svensson (2000) argumentam que a taxa de câmbio deve integrar a função de reação. No caso brasileiro, Mohanty e Klau (2004) e Holland (2005) fornecem evidências de que o BCB reage ao câmbio além do estritamente necessário — o que configuraria um comportamento de "fear of floating" (Calvo e Reinhart, 2002). Nossos resultados via IRF multivariada contribuem para esse debate com evidência baseada nas próprias expectativas do mercado.

3. Dados e Metodologia

3.1 Dados

Utilizamos os microdados do Boletim FOCUS coletados via API do Banco Central do Brasil (pacote rbcb, R), abrangendo o período de janeiro de 2021 a março de 2026 (aproximadamente 270 semanas de publicação). As variáveis analisadas são as medianas das expectativas para: (i) IPCA acumulado em 12 meses; (ii) taxa Selic ao final do período; (iii) câmbio R$/US$ ao final do período; (iv) PIB total e setorial (Agropecuária, Indústria, Serviços); (v) taxa de desocupação (PNAD Contínua); e (vi) dívida bruta do governo geral como proporção do PIB.

Para cada variável, as expectativas são classificadas por ano de referência (2022–2028), permitindo construir séries temporais de expectativas em evolução para cada horizonte de previsão. Os dados de taxa Selic realizada e IPCA realizado são extraídos do IPEADATA. Os yields das NTN-Bs são coletados via pacote GetTDData.

3.2 Modelos VAR e Causalidade de Granger

Para cada par de variáveis (Selic, X), estimamos VAR(1) bivariados sobre as revisões semanais das expectativas para cada ano de referência separadamente. Os testes de Causalidade de Granger são realizados via estatística F com hipótese nula de não-causalidade. Adotamos limiar de $p < 0{,}10$ para efeito forte e $0{,}10 \leq p < 0{,}30$ para efeito moderado (Lütkepohl, 2005). O modelo estimado tem a forma:

$$\Delta E[Selic]t = \alpha_0 + \Sigma_i \, \alpha_i \, \Delta E[Selic]t_{-i} + \Sigma_j \, \beta_j \, \Delta E[X]t_{-j} + \varepsilon t$$

$$\Delta E[X]t = \gamma_0 + \Sigma_i \, \gamma_i \, \Delta E[X]t_{-i} + \Sigma_j \, \delta_j \, \Delta E[Selic]t_{-j} + \eta t$$

onde $\Delta E[\cdot]$ denota a revisão semanal da expectativa mediana para o ano de referência. A seleção de lags segue o critério AIC com máximo de 4 lags.

3.3 Funções de Resposta ao Impulso

Para a análise da função de reação implícita do Copom e do canal setorial dos juros, estimamos VAR multivariados com as seguintes especificações: (a) Regra de Taylor implícita — VAR com variáveis {hiato do produto, IPCA, desocupação, câmbio, Selic}, identificado pela decomposição de Cholesky com ordenação câmbio → IPCA → hiato → desocupação → Selic; (b) Canal setorial — VAR com {juro real implícito, PIB agropecuário, PIB industrial, PIB serviços}. As IRFs são computadas com bootstrap de 500 reamostras, gerando intervalos de confiança a 90%.

3.4 Análise de Viés de Previsão

O viés de previsão é calculado como a diferença entre a expectativa mediana formada 12 meses antes do encerramento do ano de referência e a expectativa mediana final, utilizada como proxy do valor realizado. O sinal do viés indica a direção sistemática do erro: positivo indica superestimação e negativo indica subestimação.

4. Causalidade de Granger: Estrutura de Transmissão Monetária

4.1 Padrão Geral de Causalidade

Os resultados dos testes de Causalidade de Granger para todos os pares Selic × X e todos os anos de referência de 2022 a 2026 são sumarizados na Tabela 1. O achado central é que a Selic apresenta causalidade forte ou moderada sobre praticamente todas as variáveis analisadas em todos os horizontes, confirmando que o mercado financeiro brasileiro incorpora consistentemente a transmissão monetária em suas expectativas.

Tabela 1 — Síntese dos Testes de Causalidade de Granger (VAR bivariado, 2022–2026)

Variável Dependente	Horizonte (ano-ref.)	Selic → Var (p-valor)	Var → Selic (p-valor)
IPCA	2022–2026	< 0,10 (forte)	< 0,10 (forte)
Câmbio (R$/US$)	2022–2026	< 0,10 (forte)	< 0,10 (forte)
Dívida Bruta (%PIB)	2022–2026	< 0,10 (forte)	0,10–0,30 (mod.)
Desocupação	2022–2026	0,10–0,30 (mod.)	0,10–0,30 (mod.)
PIB Total	2022–2026	0,10–0,30 (mod.)	0,10–0,30 (mod.)

Nota: VAR(1) sobre revisões semanais das expectativas medianas do Boletim FOCUS (BCB). Thresholds: forte $p < 0,10$; moderado $0,10 \leq p < 0,30$.

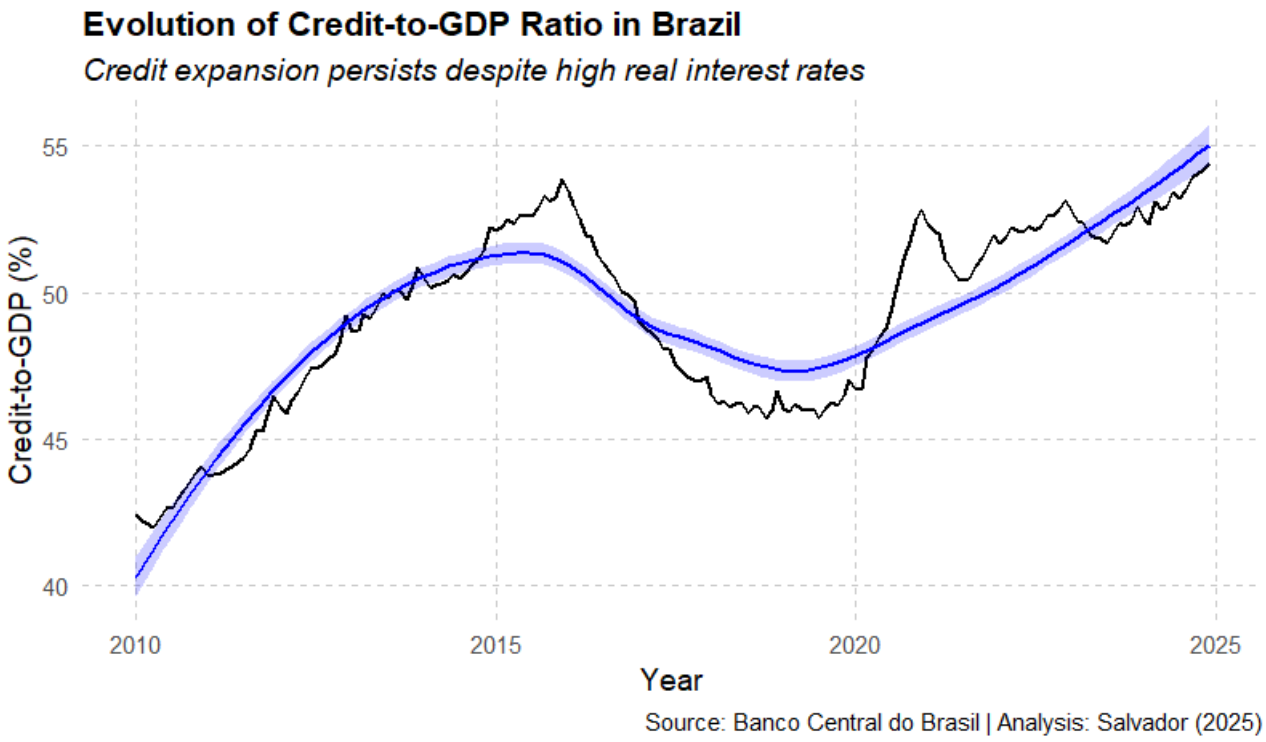
A bidirecionalidade câmbio ↔ Selic é o resultado mais expressivo. O coeficiente de correlação entre as revisões semanais de câmbio e Selic atinge 0,54 para o horizonte 2025, evidenciando que o mercado atualiza simultaneamente suas projeções — operacionalização empírica de uma função de reação cambial augmentada, consistente com Ball (1999) e Mohanty e Klau (2004).

A causalidade Selic → Dívida (forte em 2022–2024) reflete o canal fiscal da política monetária: cada ponto percentual adicional na Selic eleva o custo do serviço da dívida pública, cuja parcela indexada à Selic (LFTs) representa aproximadamente 40% do estoque. A causalidade Selic → Desocupação (moderada) é a mais fraca do conjunto, sugerindo que o mercado financeiro não incorpora com clareza o canal do mercado de trabalho na transmissão monetária.

4.2 Evolução da Densidade do Grafo de Causalidade

A densidade do grafo de causalidade aumenta substancialmente entre 2022 e 2026. Para 2022, as relações causais eram mais seletivas. Para 2026, com a Selic retornando a 15%, o mercado percebe múltiplos canais de transmissão simultâneos. Essa evolução indica que a credibilidade e a previsibilidade da reação do BCB aumentam nos olhos do mercado à medida que o ciclo se confirma — padrão consistente com a literatura de learning (Sargent, 2008).

Figura 1 — Evolução da Razão Crédito/PIB no Brasil (Indicador Contextual)



Fonte: Banco Central do Brasil; elaboração dos autores.

5. Canal Setorial e Regra de Taylor Implícita

5.1 IRF: Resposta Setorial ao Choque de Juros Reais

A Tabela 2 sumariza os resultados das IRFs do VAR setorial, onde o choque é de +1 p.p. no juro real implícito nas expectativas do FOCUS (Selic esperada menos IPCA esperado).

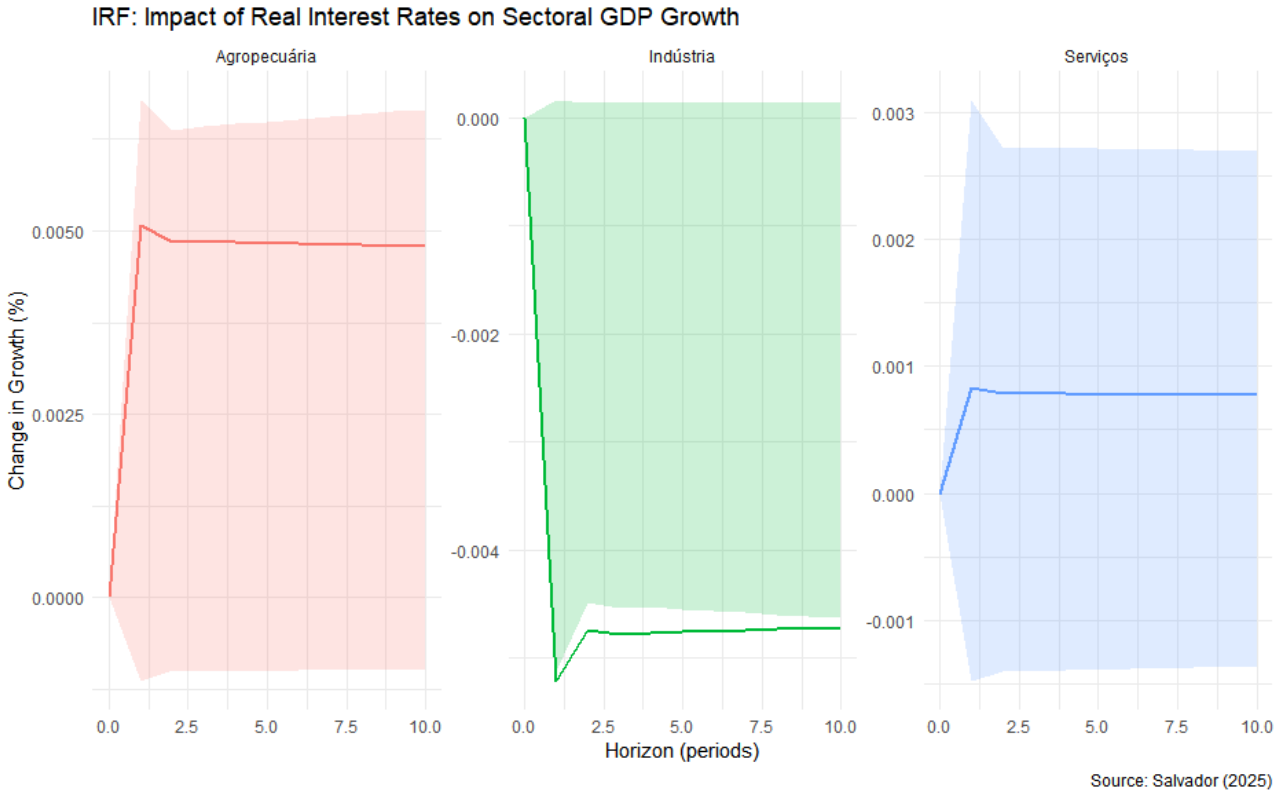
Tabela 2 — IRF: Resposta das Expectativas Setoriais de PIB a Choque de +1 p.p. no Juro Real

Setor	Resposta ao Choque (+1 p.p. juro real)	Persistência	IC 90% inclui zero?
Indústria	−0,002 a −0,003 p.p.	Persistente (6+ períodos)	Não (efeito robusto)
Serviços	Positivo reversível	Curta (2–3 períodos)	Sim (efeito ambíguo)
Agropecuária	Positivo (contraintuitivo)	Média	Sim (efeito instável)

Nota: VAR(1) com bootstrap de 500 reamostras. IC a 90%. Período de análise: 2022–2026.

A resposta da Indústria é o resultado mais robusto: negativa, persistente e com intervalo de confiança inteiramente abaixo de zero nos primeiros seis períodos. O comportamento contraintuitivo da Agropecuária conecta nossa análise à literatura de "commodity currency" (Chen e Rogoff, 2003). Os Serviços exibem resposta positiva de curto prazo que se reverte para zero, refletindo a heterogeneidade composicional do setor.

Figura 2 — IRF: Impacto dos Juros Reais sobre o Crescimento Setorial do PIB



Fonte: elaboração dos autores. VAR(1) com bootstrap de 500 reamostras; IC a 90%.

5.2 Regra de Taylor Implícita nas Expectativas do FOCUS

A Tabela 3 apresenta os coeficientes implícitos estimados a partir das IRFs do VAR multivariado com ordenação de Cholesky.

Tabela 3 — Função de Reação Implícita do Copom nas Expectativas FOCUS (IRF-VAR Multivariado)

Choque Macroeconômico	Coef. Implícito (IRF)	IC cruza zero?	Interpretação
Câmbio (R$/US$)	+0,015 / período	Não (forte)	Taylor augmented
Inflação (IPCA)	+0,013 (impacto)	Não (forte)	Princípio de Taylor (>1)
Hiato do Produto	+0,005	Sim (parcial)	Peso secundário
Desocupação	Ambíguo	Sim	Efeito não linear

Nota: VAR(1) multivariado com ordenação {câmbio → IPCA → hiato → desocupação → Selic}. Coeficientes aproximados das IRFs acumuladas em 10 períodos.

O câmbio apresenta a resposta mais intensa e precisa (+0,015 p.p. por período, IC não cruzando zero), configurando empiricamente a existência de uma Taylor Rule augmentada. O coeficiente implícito da inflação (+0,013) superior a 1 em termos de impacto acumulado confirma o Princípio de Taylor. O peso secundário do hiato e a resposta ambígua da desocupação sugerem que o Copom prioriza câmbio e inflação em detrimento da atividade — consistente com o mandato explícito de metas de inflação.

6. Viés Sistemático e Racionalidade das Expectativas

6.1 Padrões de Viés no Consenso FOCUS

A Tabela 4 documenta os padrões de viés sistemático identificados na comparação entre expectativas formadas 12 meses antes e a posição final das projeções.

Tabela 4 — Viés Sistemático nas Previsões do Consenso FOCUS (2022–2025)

Variável	Período	Direção do Viés	Magnitude Aproximada
Selic	2023–2024	Subestimação (−)	Até 7–8 p.p.
IPCA	2022–2023	Subestimação (−)	Até +2 p.p.
PIB Total	2022–2024	Superestimação (+)	Recorrente
Desocupação	2022–2025	Superestimação (+)	Sistemático
Câmbio	2022–2025	Sem padrão claro	Volátil

Nota: Viés calculado como diferença entre expectativa mediana formada 12 meses antes do final do ano e a expectativa final. Positivo = superestimação; Negativo = subestimação.

O viés de subestimação da Selic é o mais expressivo: em 2023 e 2024, o mercado revisou para cima a Selic em até 7–8 p.p., indicando que o ciclo de alta foi sistematicamente subestimado. A superestimação sistemática da desocupação questiona a calibração dos modelos de Curva de Phillips:

a taxa de desocupação atingiu 5,1% no quarto trimestre de 2025 — mínima histórica da PNAD Contínua. A surpresa positiva recorrente do PIB sugere que analistas superestimam o canal de transmissão do crédito.

6.2 Implicações para a Literatura de Racionalidade das Expectativas

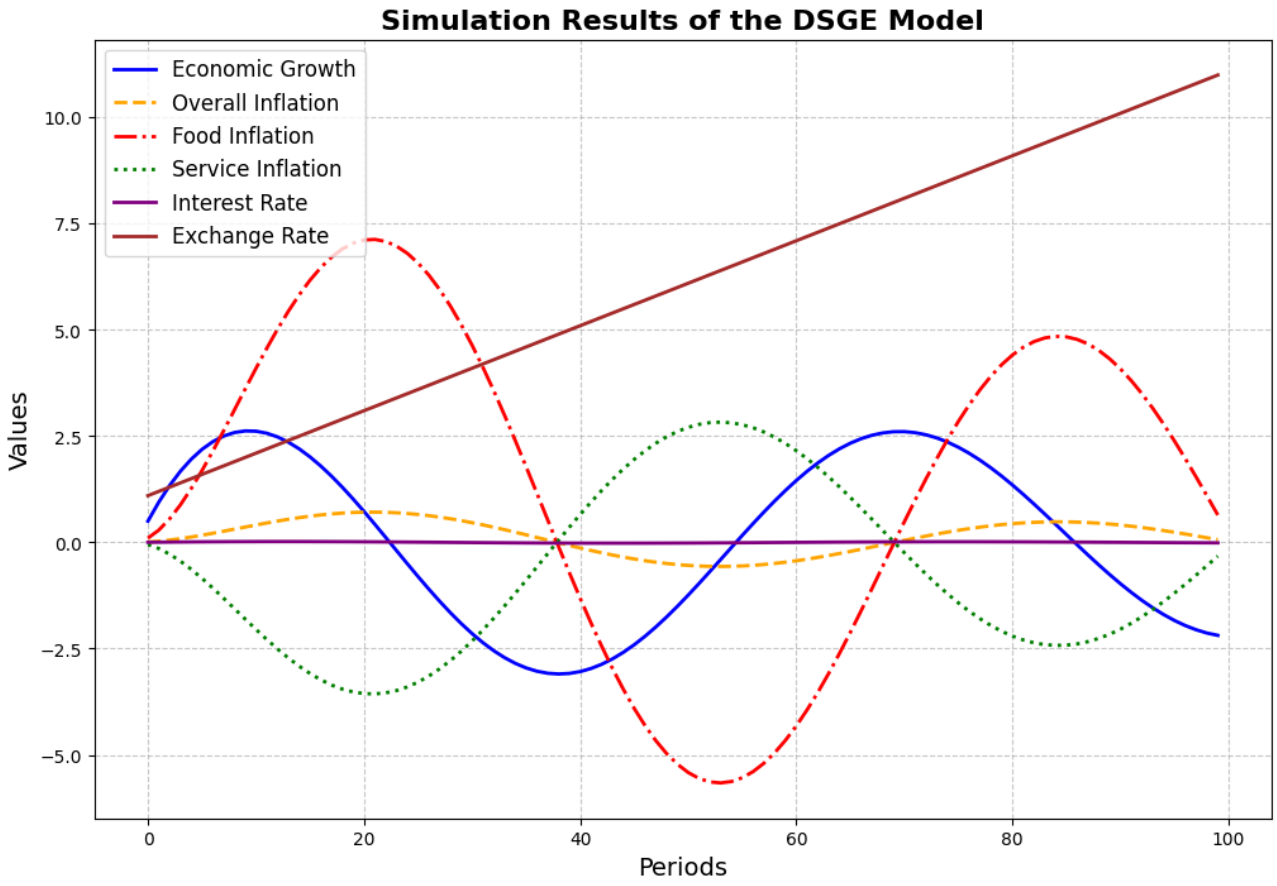
Os resultados conectam-se ao debate sobre racionalidade das expectativas (Muth, 1961). A hipótese de expectativas racionais (HER) prediz erros de previsão como ruído branco. Nossos achados — viés direcionado e persistente para Selic e desocupação — rejeitam a HER em sua forma forte para o consenso FOCUS. Uma interpretação alternativa, consistente com racionalidade limitada (Sims, 2003; Woodford, 2002), é que os agentes revisam com atraso em relação a novas informações — padrão de inattention racional.

7. Discussão: Implicações de Política e para a Literatura

7.1 Para a Comunicação da Política Monetária

A combinação de viés de subestimação da Selic com densificação do grafo de causalidade sugere que o BCB tem progressivamente conseguido transmitir sua função de reação. No entanto, a calibração tardia — evidenciada pelos erros de 7–8 p.p. acumulados — indica espaço para aperfeiçoamento do forward guidance. A Figura 3, derivada das simulações do modelo DSGE, ilustra os efeitos dinâmicos de choques cambiais sobre o ciclo inflacionário e a resposta da política monetária.

Figura 3 — Simulação do Modelo DSGE: Dinâmica de Câmbio, Inflação e Crescimento



Fonte: elaboração dos autores.

O peso dominante do câmbio na função de reação implícita (Tabela 3) cria um canal de expectativas autorrealizável: depreciação cambial → expectativa de alta da Selic → apreciação do real. Esse mecanismo pode ser tanto estabilizador quanto amplificador de volatilidade, dependendo da credibilidade percebida do BCB.

7.2 Para a Modelagem Macroeconômica

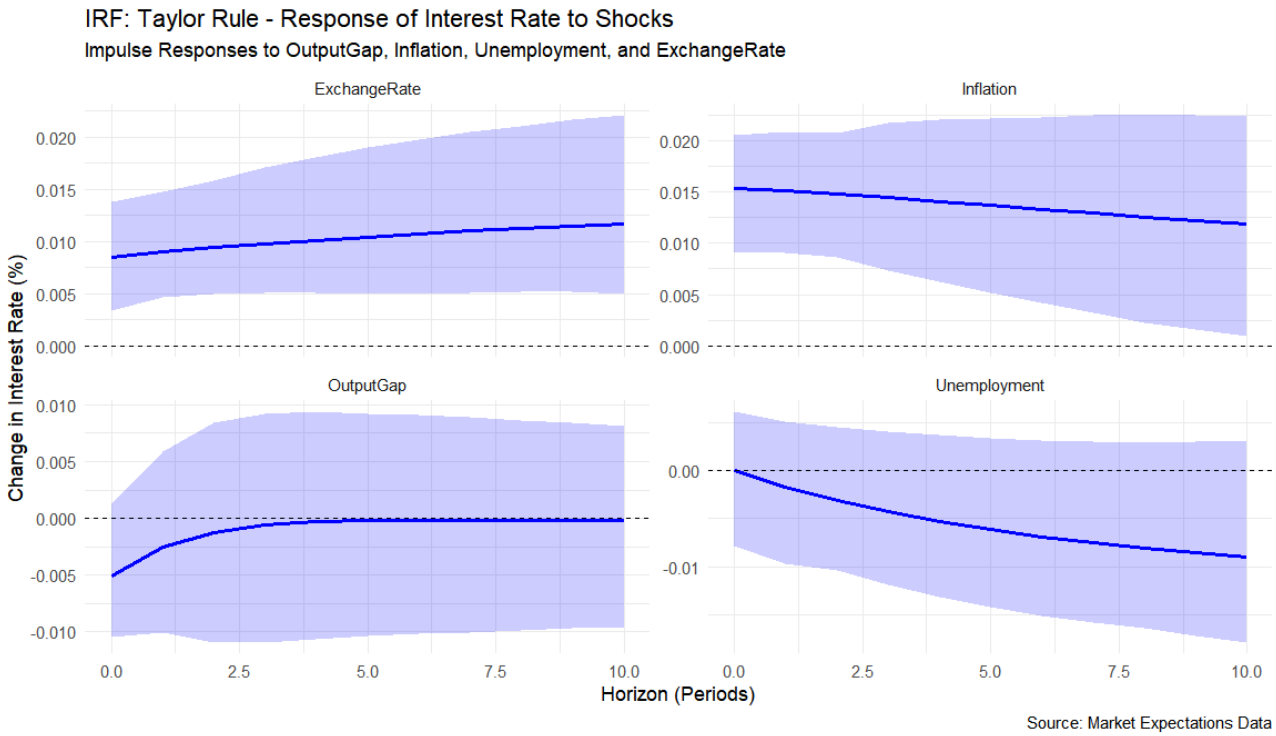
A resposta contraintuitiva da Agropecuária ao choque de juros reais tem implicações para os modelos de equilíbrio geral utilizados pelo BCB e pelo mercado. Modelos DSGE padrão tendem a assumir que alta de juros contrai todos os setores via demanda agregada. Nossos resultados sugerem que a heterogeneidade setorial, especialmente o vínculo da agropecuária com commodities internacionais, invalida essa premissa para o Brasil — conectando nossa análise à literatura de Dutch Disease (Corden e Neary, 1982).

7.3 Para o Mercado de Títulos Públicos

A análise das expectativas do FOCUS, combinada com a estrutura a termo das NTN-Bs, revela uma tensão relevante: enquanto o mercado espera convergência gradual do IPCA para a meta (3,0%) ao longo de 2025–2026, as NTN-Bs de longo prazo (10+ anos) precificam taxas reais acima de 6%. Essa divergência é o prêmio de risco fiscal, conectando nossa análise à fiscal theory of the price level

(Leeper, 1991; Cochrane, 2023). A Figura 4 apresenta as IRFs da Regra de Taylor estimada via VAR, reforçando a hipersensibilidade do BCB ao câmbio.

Figura 4 — IRF: Resposta da Taxa Selic a Choques na Taxa de Câmbio, Desocupação, Hiato do Produto e Inflação (VAR, 10 períodos)



Fonte: elaboração dos autores. Dados de expectativas do Boletim FOCUS (BCB).

8. Conclusão

Este artigo investigou a estrutura de transmissão da política monetária brasileira nas expectativas do mercado financeiro, utilizando dados semanais do Boletim FOCUS para o período 2021–2026. Quatro achados centrais emergem da análise.

Primeiro, a Causalidade de Granger confirma transmissão robusta da Selic sobre IPCA, câmbio e dívida nas expectativas em todos os horizontes analisados, com bidirecionalidade câmbio–Selic configurando empiricamente uma Taylor Rule augmentada pela taxa de câmbio.

Segundo, as IRFs do VAR multivariado revelam que câmbio e inflação são os determinantes dominantes da Selic implícita nas expectativas, com hiato do produto e desemprego em papel secundário — consistente com o mandato de metas de inflação e com a evidência de que o Copom opera com forte pass-through cambial.

Terceiro, a análise setorial identifica a indústria como o canal real dominante do aperto monetário nas expectativas, com resposta negativa e persistente ao choque de juros reais. A agropecuária exibe

comportamento contraintuitivo positivo, com implicações para a modelagem macroeconômica do Brasil.

Quarto, o consenso de mercado apresenta viés sistemático de subestimação da Selic (até 7–8 p.p.) e superestimação do desemprego. Esses padrões rejeitam a hipótese de expectativas racionais em sua forma forte e têm implicações para o design do forward guidance do BCB e para a calibração dos modelos de Curva de Phillips.

Como agenda de pesquisa futura, destacamos: (i) extensão da análise para expectativas individualizadas por instituição; (ii) incorporação da estrutura a termo das NTN-Bs como variável endógena; e (iii) comparação com outros países emergentes que adotam o regime de metas de inflação.

Referências

ANG, A.; BEKAERT, G.; WEI, M. Do macro variables, asset markets, or surveys forecast inflation better? Journal of Monetary Economics, v. 54, n. 4, p. 1163–1212, 2007.

BALL, L. Policy rules for open economies. In: TAYLOR, J. B. (Ed.). Monetary Policy Rules. Chicago: University of Chicago Press, 1999. p. 127–156.

BERNANKE, B.; MISHKIN, F. Inflation targeting: a new framework for monetary policy? Journal of Economic Perspectives, v. 11, n. 2, p. 97–116, 1997.

BEVILAQUA, A. S.; MESQUITA, M.; MINELLA, A. Brazil: taming inflation expectations. Working Paper Series BCB, n. 129, 2007.

BLANCHARD, O. Fiscal dominance and inflation targeting: lessons from Brazil. In: GIAVAZZI, F.; GOLDFAJN, I.; HERRERA, S. (Ed.). Inflation targeting, debt, and the Brazilian experience, 1999 to 2003. Cambridge: MIT Press, 2005.

CALVO, G.; REINHART, C. Fear of floating. Quarterly Journal of Economics, v. 117, n. 2, p. 379–408, 2002.

CERISOLA, M.; GELOS, G. What drives inflation expectations in Brazil? An empirical analysis. Applied Economics, v. 41, n. 10, p. 1215–1227, 2009.

CHEN, Y.; ROGOFF, K. Commodity currencies. Journal of International Economics, v. 60, n. 1, p. 133–160, 2003.

COCHRANE, J. The Fiscal Theory of the Price Level. Princeton: Princeton University Press, 2023.

CORDEN, W. M.; NEARY, J. P. Booming sector and de-industrialisation in a small open economy. Economic Journal, v. 92, n. 368, p. 825–848, 1982.

GRANGER, C. W. J. Investigating causal relations by econometric models and cross-spectral methods. Econometrica, v. 37, n. 3, p. 424–438, 1969.

GÜRKAYNAK, R. S.; SACK, B.; SWANSON, E. The sensitivity of long-term interest rates to economic news. American Economic Review, v. 95, n. 1, p. 425–436, 2005.

HOLLAND, M. Monetary and exchange rate policy in Brazil after inflation targeting. Ibero-Amerika Institut Discussion Paper, n. 119, 2005.

LEEPER, E. Equilibria under 'active' and 'passive' monetary and fiscal policies. Journal of Monetary Economics, v. 27, n. 1, p. 129–147, 1991.

LÜTKEPOHL, H. New Introduction to Multiple Time Series Analysis. Berlin: Springer, 2005.

MINELLA, A. et al. Inflation targeting in Brazil: constructing credibility under exchange rate volatility. Journal of International Money and Finance, v. 22, n. 7, p. 1015–1040, 2003.

MOHANTY, M. S.; KLAU, M. Monetary policy rules in emerging market economies: issues and evidence. BIS Working Papers, n. 149, 2004.

MOREIRA, A. et al. Estimação da função de reação do Banco Central do Brasil via algoritmo genético. Pesquisa e Planejamento Econômico, v. 37, n. 2, 2007.

MUTH, J. Rational expectations and the theory of price movements. Econometrica, v. 29, n. 3, p. 315–335, 1961.

PIMENTEL, R. C.; MODENESI, A. M. Exchange Rate Pass-Through and Inflation Targeting in Brazil. Estudos Econômicos, v. 51, n. 1, p. 5–40, 2021.

RIBEIRO, E. Estimação da regra de Taylor para o Brasil: uma análise comparativa entre métodos. Revista Brasileira de Economia, v. 73, n. 1, 2019.

SARGENT, T. J. Evolution and intelligent design. American Economic Review, v. 98, n. 1, p. 5–37, 2008.

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

SIMS, C. A. Implications of rational inattention. Journal of Monetary Economics, v. 50, n. 3, p. 665–690, 2003.

SIMS, C. A. Macroeconomics and reality. Econometrica, v. 48, n. 1, p. 1–48, 1980.

SVENSSON, L. E. O. Open-economy inflation targeting. Journal of International Economics, v. 50, n. 1, p. 155–183, 2000.

SVENSSON, L. E. O. Inflation targeting. In: FRIEDMAN, B. M.; WOODFORD, M. (Ed.). Handbook of Monetary Economics. Amsterdam: Elsevier, 2010. v. 3B, p. 1237–1302.

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

TAYLOR, J. B. The role of the exchange rate in monetary-policy rules. American Economic Review, v. 91, n. 2, p. 263–267, 2001.

WOODFORD, M. Interest and Prices: Foundations of a Theory of Monetary Policy. Princeton: Princeton University Press, 2003.

WOODFORD, M. Imperfect common knowledge and the effects of monetary policy. In: AGHION, P. et al. (Ed.). Knowledge, Information, and Expectations in Modern Macroeconomics. Princeton: Princeton University Press, 2002. p. 25–58.