

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES INTERNACIONAIS**

MARCOS AURÉLIO DE LIMA OLIVEIRA JÚNIOR

**INFLAÇÃO EM PERÍODOS DE PANDEMIA:
UMA ANÁLISE DAS MEDIDAS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL**

**Porto Alegre
2023**

MARCOS AURÉLIO DE LIMA OLIVEIRA JÚNIOR

**INFLAÇÃO EM PERÍODOS DE PANDEMIA:
UMA ANÁLISE DAS MEDIDAS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Orientador: Prof. Dr. Leonardo Xavier da Silva

Porto Alegre

2023

CIP - Catalogação na Publicação

Oliveira Júnior, Marcos Aurélio de Lima
INFLAÇÃO EM PERÍODOS DE PANDEMIA: UMA ANÁLISE DAS
MEDIDAS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL / Marcos Aurélio de
Lima Oliveira Júnior. -- 2023.
100 f.
Orientador: Leonardo Xavier.

Trabalho de conclusão de curso (Graduação) --
Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade
de Ciências Econômicas, Curso de Ciências Econômicas,
Porto Alegre, BR-RS, 2023.

1. Inflação. 2. Taxa de juros. 3. Política
monetária. 4. Pandemia Covid-19. 5. Independência do
Banco Central. I. Xavier, Leonardo, orient. II.
Título.

MARCOS AURÉLIO DE LIMA OLIVEIRA JÚNIOR

**INFLAÇÃO EM PERÍODOS DE PANDEMIA:
UMA ANÁLISE DAS MEDIDAS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL**

Trabalho de conclusão submetido ao Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título Bacharel em Economia.

Aprovada em: Porto Alegre, ____ de ____ de 2023.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Leonardo Xavier da Silva – Orientador
UFRGS

Profa. Dra. Luiza Peruffo
UFRGS

Prof. Dr. Antonio Ernani Martins Lima
UFRGS

A Alda Belfor, pelo amor incondicional.

AGRADECIMENTOS

Primeiro gostaria de agradecer a minha mãe, Alda Belfor, que apesar da distância, sempre acreditou em mim, oferecendo todo o amor e suporte em todas as fases da minha vida, serei eternamente grato por ser seu filho.

Ao meu pai, Marcos Oliveira, que é e sempre será uma inspiração para mim, me ensinando as virtudes e os valores que carrego comigo e com certeza passarei aos meus filhos. Espero conseguir me tornar ao menos parte do homem que você é.

Ao meu irmão mais novo e melhor amigo, Arthur Belfor, que apesar da idade, segue me ensinando cada dia a ser um irmão e uma pessoa melhor, meu amor por você é eterno.

Aos meus avós José dos Reis e Eunice Oliveira, minha madrinha Ingrid Belfor e minha tia Maria das Graças Belfor, que sempre cuidam bem de mim, com muito amor, a falta que vocês fazem no meu dia a dia é imensurável.

A Bianca Costa e Sirlei Cruz, por me acolherem em seus lares e me adotarem como um filho, não tenho palavras para descrever o quão grato eu sou por todo o carinho e amor que me deram.

Aos meus amigos, de todos os cantos do país, sem vocês esta jornada teria sido muito mais difícil, agradeço a cada um por estar junto comigo, amo vocês do fundo do meu coração.

A Universidade Federal do Rio Grande do Sul, por me proporcionar, com excelência, o melhor ambiente possível para a minha graduação, permitindo que eu me descobrisse como pessoa e profissional.

A todos os meus professores, do colégio, faculdade e da vida, e, em especial o meu orientador Leonardo Xavier, por todo companheirismo e ensinamentos que levarei para a vida.

Por fim, mas de forma alguma menos importante, a Ágata Costa, por sempre estar ao meu lado e me apoiar. Nenhum agradecimento conseguirá expressar o quão grande é meu amor por você.

RESUMO

O presente trabalho discute o controle da inflação na economia brasileira, tendo como referência os documentos oficiais publicados pela autoridade monetária. O objetivo principal é discutir sobre a capacidade e qualidade do Banco Central do Brasil em conduzir a política monetária no período de 2020 a 2022, durante a pandemia causada pelo vírus da SARS-CoV-2, popularmente conhecido como Covid-19. O desenvolvimento está dividido em quatro partes, o capítulo 2 serve como arcabouço teórico sobre inflação e suas causas e efeitos. O capítulo 3 trata sobre os pilares que sustentam o regime de metas de inflação e a Independência do Banco Central, ambos utilizados pelo Brasil. O capítulo 4 consiste em análise e revisão cronológica das Atas do Comitê de Política Monetária (Copom) e os Relatórios de Inflação, ambos publicados pelo Banco Central do Brasil. O capítulo 5 faz uma comparação entre os indicadores monetários (taxa de juros e inflação) do Brasil com os seguintes países: México, Estados Unidos e Inglaterra. A conclusão, de acordo com a bibliografia utilizada, é que a autoridade monetária brasileira conseguiu responder com consistência e agilidade às diversas mudanças de cenários durante a pandemia, principalmente quando comparado aos outros países.

Palavras-chave: Inflação. Política monetária. Independência do Banco Central. Pandemia. Covid-19. Taxa de juros.

Classificação JEL: E31 – Nível de Preços, Inflação e Deflação; E52 – Política Monetária.

ABSTRACT

This paper discusses inflation control in the Brazilian economy, with reference to official documents published by the monetary authority. The main objective is to discuss the ability and quality of the Central Bank of Brazil in conducting monetary policy during the period from 2020 to 2022, during the pandemic caused by the SARS-CoV-2 virus, popularly known as Covid-19. The development is divided into four parts, with chapter 2 serving as a theoretical framework on inflation and its causes and effects. Chapter 3 deals with the pillars that support the inflation targeting and the independence of the Central Bank, both used by Brazil. Chapter 4 consists of a chronological analysis and review of the Minutes of the Monetary Policy Committee (Copom) and the Inflation Reports, both published by the Central Bank of Brazil. Chapter 5 compares the monetary indicators (interest rates and inflation) of Brazil with the following countries: Mexico, United States and England. The conclusion, according to the literature used, is that the Brazilian monetary authority was able to respond consistently and promptly to the various changes in scenarios during the pandemic, especially when compared to other countries.

Keywords: Inflation. Monetary policy. Central Bank Independence. Pandemic. Covid-19. Interest rate.

JEL Classification: E31 - Price Level, Inflation, and Deflation; E52 - Monetary Policy.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AE	Auxílio Emergencial
BCB	Banco Central do Brasil
COPOM	Comitê de Política Monetária
CPI	<i>Consumer Price Index</i>
IBC	Independência do Banco Central
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
NCM	Novo Consenso Monetário
OCED	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
RMI	Regime de Metas de Inflação

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	09
2	DEFINIÇÃO E TIPOS DE INFLAÇÃO	11
3	CONCEITOS E FERRAMENTAS DE CONTROLE INFLACIONÁRIO	16
3.1	NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO	17
3.2	REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	17
3.3	INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL	19
3.4	O CASO BRASILEIRO	20
4	PANDEMIA DA COVID-19 E OS IMPACTOS NA ECONOMIA BRASILEIRA	22
4.1	O INÍCIO DA PANDEMIA (2020)	22
4.1.1	Primeiro semestre	22
4.1.2	Segundo semestre	28
4.2	O ÁPICE DA PANDEMIA (2021)	40
4.2.1	Primeiro semestre	40
4.2.2	Segundo semestre	48
4.3	O DECLÍNIO DA PANDEMIA (2022)	62
4.3.1	Primeiro semestre	62
4.3.2	Segundo semestre	71
5	DESEMPENHO INFLACIONÁRIO DAS ECONOMIAS SELECIONADAS	83
6	CONCLUSÃO	88
	REFERÊNCIAS	

1 INTRODUÇÃO

No início de 2020, devido ao vírus SARS-CoV-2, causador da doença popularmente conhecida como COVID-19, o mundo passou por um cenário crítico de calamidade, que forçou uma série de choques e mudanças importantes, tanto sociais quanto econômicas. O governo brasileiro foi obrigado a tomar medidas de restrição de circulação de pessoas, com a intenção de dificultar a propagação do vírus. O presente trabalho analisa as políticas usadas durante o período de pandemia, através de um viés econômico-social, o efeito e as consequências destas medidas na economia e no desempenho da inflação brasileira.

Neste contexto que o trabalho está escrito, o objetivo central é responder à seguinte pergunta: O Banco Central do Brasil respondeu adequadamente aos choques na economia durante o período da pandemia? Este tópico é de extrema importância, pois através de uma análise empírica, pode-se entender e questionar se as políticas monetárias, como o manuseio da taxa básica de juros (Taxa Sistema Especial de Liquidação e Custódia - Selic), e a postura da autoridade monetária, estão de fatos sendo utilizadas da melhor forma.

No segundo capítulo, através de uma revisão bibliográfica, foram abordados os conceitos e definições de inflação, principalmente o que estimula e o que retarda o avanço de cada um dos tipos de inflação. Esta revisão foi feita tendo como referencial o livro “Manual de Economia” do professor De Vasconcelos (2004), que serviu de insumo para as análises e discussões dos capítulos seguintes.

O terceiro capítulo apresentou e analisou as teorias e ferramentas utilizadas, para manutenção da recente inflação, por grande parte das economias ao redor do mundo. Através da revisão bibliográfica, foi ilustrada e explicada a fisionomia do Novo Consenso Monetário (NCM), discorrendo sobre diversos pontos que são usados hoje pelo Banco Central Brasileiro (BCB), como o Regime de Metas de Inflação (RMI) e outros conceitos como a independência do Banco Central.

No capítulo 4, foi produzida uma análise documental das Atas do Comitê de Política Monetária (Copom) e dos Relatórios de Inflação, ambos postados e publicados pelo Banco Central Brasileiro. Nesta seção foram estudados os anos de 2020 a 2022, para que seja documentado todos os períodos da pandemia, sendo considerados 2020 (O início da pandemia), 2021 (O auge da pandemia) e 2022 (O

declínio da pandemia). Além do evento da pandemia neste intervalo de tempo, foram abordados outros marcos importantes que afetaram a economia brasileira, como a Guerra da Ucrânia e a crise energética. Este capítulo visou permitir e cumprir o objetivo principal deste trabalho, onde foi verificado que o BCB respondeu de forma rápida e coerente aos choques externos na medida do que era possível no momento e que não houve mau desempenho na execução das políticas monetárias durante o período abordado.

Seguindo no capítulo 5, foi feito um estudo comparativo dos dados da inflação do Brasil com os países selecionados, são eles: Estados Unidos, México e Inglaterra. Assim pode-se mapear a situação do Brasil contrastada ao cenário internacional, analisando os acertos e os erros na condução da política monetária na economia brasileira.

Por fim, a conclusão, onde é montado um arranjo com todas as análises feitas durante ao trabalho, expondo pontos importantes que interligam os tópicos abordados e fazendo novas suposições para pesquisas futuras relacionadas ao tema.

2 DEFINIÇÃO E TIPOS DE INFLAÇÃO

A definição que será usada para inflação será: “[...] aumento contínuo e generalizado no nível de preços” (LUQUE; VASCONCELLOS, 2004, p.404). Pode-se interpretar tal definição como o aumento persistente, durante um período contínuo, dos preços monetários de bens e serviços, não somente de algum em específico. Existem diversos tipos de inflação que podem afetar um país, de forma simultânea, portanto, é importante identificar as causas e as ferramentas utilizadas para combater esse problema. Para atingir o objetivo desta seção, será utilizado como referência somente o capítulo 18 do Manual de Economia dos professores Luque e Vasconcellos (2004).

Utilizando a definição de inflação anterior, este é um fenômeno monetário, porém não é somente com estoque de moeda que se consegue controlar e aplicar as políticas anti-inflacionárias. Este tema é um tanto complexo pois não existe uma única fórmula para tratar o avanço generalizado de preços, alguns fatores precisam ser levados em consideração, como tamanho e estrutura da economia, grau de abertura do país, entre outros. Um exemplo das inúmeras feições das causas desse problema é o desequilíbrio financeiro causado pelo setor público, que gera um aumento no estoque de moeda acima do suportado pelo crescimento do produto. Sendo assim, caso a máquina estatal recue os seus gastos, evitando o aumento de moeda, assim será controlado o avanço inflacionário. Também podem ocorrer problemas causados por choques externos à economia, como ocorreu em 1970, com a crise do petróleo.

O aumento excessivo dos preços pode causar efeitos severos à economia, os principais são:

Efeito sobre a distribuição de renda. Conforme os preços avançam, os salários nominais não conseguem acompanhar este crescimento, por causa disto as camadas mais carentes da economia são afetadas, já que estas não conseguem poupar, em outras palavras, gastam todo o dinheiro que adquirem e não conseguem se proteger financeiramente desse fenômeno. Sendo assim, elas perdem parte do seu poder aquisitivo e ficam com o seu orçamento reduzido até um novo reajuste de salário. Embora os proprietários também sofram com o aumento de preço, eles são

compensados com a valorização dos seus imóveis, que normalmente seguem taxas mais altas que a de inflação. Como dito no capítulo dos professores Luque e Vasconcellos: “Por essas razões, costuma-se afirmar que a inflação é um imposto sobre o pobre” (LUQUE; VASCONCELLOS, 2004, p.405).

Efeito sobre o balanço de pagamentos. Ocorre quando o aumento dos índices de inflação supera o aumento dos preços internacionais, ocorrendo assim uma apreciação ilusória do produto nacional comparado com o produzido externamente. Este cenário gera o déficit da balança comercial (exportação menos importação), o que pode ser ainda mais perigoso para a economia quando existe um déficit cambial.

Efeito sobre o mercado de capitais. A depreciação da moeda nacional também afeta diretamente o mercado de capitais, com uma moeda menos valorizada, os agentes econômicos veem menos vantagens em investir no país. Ativos como poupança e títulos públicos acabam passando por desvalorizações, em contrapartida, ativos de terra e imobiliários tendem a se valorizar. Para conter estas oscilações, alguns governos oferecem títulos indexados, através do mecanismo de correção monetária. Os ativos são indexados a índices que replicam a inflação, como o IPCA, no caso do Brasil.

Efeitos sobre a expectativa dos agentes. Como será visto mais à frente, a taxa de inflação também está relacionada a expectativas dos agentes e este fato não pode ser negligenciado pelas autoridades monetárias. O setor empresarial é bastante frágil devido ao aumento do nível de preços, já que os seus lucros são drasticamente alterados dependendo do quanto grande este crescimento. Neste cenário, o empresário não vê oportunidades de investimento na capacidade produtiva de suas indústrias, fazendo com que haja uma vazão de capital para outros setores, sendo assim a capacidade futura de produção e os níveis de emprego são afetados pela pressão inflacionária.

Apresentados os efeitos da inflação, adentra-se nos tipos de inflação e quais as ferramentas que são usadas para combater cada tipo deste mal, passando pelas suas 2 principais causas (Demanda e Custo) e outras importantes como a Inercial, de Expectativas e a Estrutural.

Inflação de Demanda, uma das “clássicas”. Essa, como o próprio nome já expõe, trata do excesso de demanda agregada na economia, a um ponto que a

oferta de produtos não consegue acompanhar este aumento. Conclui-se que este tipo de inflação pode se tornar mais suscetível conforme a economia caminha para o pleno emprego, já que a possibilidade de uma grande expansão da produção se torna cada vez mais difícil. É importante pontuar que este tipo de aumento de preços pode ocorrer mesmo quando a economia não está em pleno emprego, tendo em vista que diversos setores da economia podem atingir o pleno emprego antes de outros, devido a sua grande diversidade estrutural. Embora o reajuste salarial não seja uma causa da pressão inflacionária, mas sim a consequência (a não ser que essa expansão seja maior que o aumento da produtividade, o que ocorre no pleno emprego), acaba por ocasionar uma corrida entre inflação e salários, o que induz a manter elevada a demanda agregada, criando um círculo vicioso na economia, tornando ainda mais complexo este problema.

O governo pode agir de forma direta, através da diminuição dos seus gastos, para conter este tipo de avanço inflacionário. As formas indiretas possuem um mesmo objetivo: diminuir a demanda por determinados bens e serviços da economia. Tal tarefa é feita através de barreiras de consumo e dos investimentos, como, por exemplo, políticas de redução de crédito e moeda circulante e políticas fiscais como aumento de tributação sobre bens de capital e principalmente de consumo.

Antes de se expor o próximo tipo de inflação, será introduzido o termo “estagflação”, que por definição é: “ocorre quando se tem paralelamente taxas significativas de inflação e recessão econômica com desemprego” (LUQUE; VASCONCELLOS, 2004, p. 408). Esse evento costuma ocorrer em economias com muitos setores com monopólio e oligopólios, onde as firmas podem manter seus lucros através do aumento de preços, mesmo com a diminuição do nível de produto e emprego.

Inflação de Custo. Essa, é um “espelho” da teoria de demanda, porém agora o problema se encontra no lado da oferta e da produção. Os níveis de demanda permanecem constantes, porém ocorre um aumento do preço dos insumos, o que faz com que tenha um aumento nos preços dos bens e serviços. Pode-se segregar ainda mais este tipo de aumento de preços em: induzido, que como o próprio nome já diz, ele é induzido pelo aumento de salários da Inflação de Demanda (Note que o salário é uma parte crucial na determinação de lucro da firma); autônoma, através de

sindicatos que forcem o aumento de salários, mas normalmente é causada por choques de oferta que representam o aumento de preços dos insumos, como petróleo e seus derivativos.

Os desafios de combater uma inflação de custos, seja induzida ou autônoma, são maiores que uma inflação de demanda, como é possível visualizar na natureza de cada uma delas, tendo em vista que não temos controle sobre choques externos de oferta. Habitualmente, o governo estimula a demanda agregada, através de políticas fiscais ou de cunho monetário expansionista, entretanto isso também causa um aumento de preços, porém agora deixa de ser de custo e vira um problema de demanda. É importante pontuar que uma política monetária contracionista irá agravar o cenário de recessão, por causa da diminuição da produção e do emprego. Ainda há a opção de políticas de renda, que seria o tabelamento de preços e lucros.

Neste momento, foca-se em alguns casos menos tradicionais, mas que já foram presentes no Brasil. A inflação inercial, que é um outro tipo de inflação de custo, porém muito mais impactante e perigosa para a economia, devido ao seu caráter autorreprodutor de avanço, tanto do nível de preços e salários, causado pela indexação ou correções monetárias. Os planos anti-inflacionários brasileiros, antes do Plano Real, usaram o congelamento de preços na tentativa de desindexar a economia.

A Inflação de Expectativas ocorre quando os agentes econômicos estimam que a inflação futura irá aumentar, sendo assim eles buscam proteger suas margens de lucros. No Brasil, esse não é um fator raro, principalmente após 1986 e após eleições à presidência, para evitarem um possível congelamento/tabelamento de preços.

Por fim, a Inflação Estrutural, originada pela Comissão Econômica para a América Latina e Caribe (CEPAL). Esta corrente defende que a causa das inflações do continente são de custo, ocasionados especificamente por questões estruturais agrárias, de mercado e comércio internacional. Segundo a CEPAL, os latifundiários não teriam interesse em questões de produtividade (aumento do preço dos alimentos) e os empresários estariam “protegidos” devido à possibilidade de repassar o déficit de seus lucros ao preço dos produtos (aumento do preço dos bens e serviços). Outro ponto importante é que devido ao déficit crônico da balança

comercial, que é causado pela deterioração dos termos de troca, já que os países subdesenvolvidos exportam apenas bens primários e importam manufaturados.

3 CONCEITOS E FERRAMENTAS DE CONTROLE INFLACIONÁRIO

Neste capítulo são apresentados os conceitos que compõem a espinha dorsal do controle inflacionário utilizado no Brasil. É também abordado o caso brasileiro e como essas teorias ganharam espaço e força durante os anos, pontuando aspectos importantes que diferem o Regime de Metas de Inflação do Brasil do modelo teórico apresentado.

3.1 NOVO CONSENSO MACROECONÔMICO (NCM)

Antes de se tratar da principal ferramenta de controle inflacionário, serão apresentados os pilares que a sustentam. Em meados dos anos 1990, surgiu uma nova síntese macroeconômica convencional, o Novo Consenso Monetário (NCM), tendo como a sua fonte teórica a junção de diversas escolas neoclássicas e seus pressupostos, como a monetarista, novos-clássicos e novos-keynesianos. Porém, o que a diferencia é que agora a política monetária assume um posto de protagonista na manutenção do produto e da inflação, deixando de lado outros tipos de políticas, como fiscais e cambiais. O NCM acredita que a estabilização de preços é essencial para que se tenha um crescimento econômico no longo prazo e que o papel principal da política monetária é esta estabilização. É pontuado também que a autoridade monetária deve agir de forma limitada, apenas quando ocorrem choques de oferta, evitando assim a volatilidade do produto.

O professor Mishkin (2011, p.4-5) ilustra as teorias monetárias que servem de espinha dorsal do NCM, enumera nove princípios:

1) Inflation is always and everywhere a monetary phenomenon; 2) price stability has important benefits; 3) there is no long-run tradeoff between unemployment and inflation; 4) expectations play a crucial role in the determination of inflation and in the transmission of monetary policy to the macroeconomy; 5) real interest rates need to rise with higher inflation, i.e., the Taylor Principle; 6) monetary policy is subject to the time-inconsistency problem; 7) central bank independence helps improve the efficiency of monetary policy; 8) commitment to a strong nominal anchor is central to producing good monetary policy outcomes; and 9) financial frictions play an important role in business cycles.¹

¹ Mishkin (2011, p.4-5, tradução nossa): 1) A inflação é sempre e em todo lugar um fenômeno monetário; 2) a estabilidade de preços tem importantes benefícios; 3) não existe nenhum trade-off de longo prazo entre desemprego e inflação; 4) expectativas desempenham um papel crucial

Alguns destes pontos serão tratados mais detalhadamente a seguir, como a Regra de Taylor, a importância de um Banco Central independente e o Regime de Metas de Inflação, também conhecido como RMI – IT (sigla em inglês relativa a “*inflation targeting*”).

Moldado pelo professor John Brian Taylor (1993), um dos pilares do NCM e do RMI, a Regra de Taylor relaciona diversos conceitos, como taxa de juros, a taxa de inflação, e os hiatos da inflação e do produto real. Como é uma fórmula de fácil manuseio, se tornou bastante adaptativa a diversos cenários, permitindo que a taxa de juros ótima para conter a inflação seja estimada com uma boa precisão, o que torna essa ferramenta muito poderosa se trabalhada em conjunto com o RMI. A regra de Taylor pode ser expressa como a função a seguir:

$$i_t = \pi_t + r + \alpha(\pi_t - \pi) + \beta \left(\frac{Y_{efetivo} - Y_{potencial}}{Y_{potencial}} \right)$$

Na fórmula acima, i_t representa a taxa básica de juros, π_t a taxa de inflação, r a taxa de equilíbrio ótima, π a meta da taxa de inflação, $Y_{efetivo}$ o produto real, $Y_{potencial}$ a capacidade produtiva da economia, enquanto α e β são os parâmetros. A Regra de Taylor serve como um dos pilares do Regime de Metas de Inflação, utilizado pelo Brasil, ajudando a sustentar as políticas adotadas pela autoridade monetária, como será abordado e explicado na próxima seção.

3.2 REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

O Regime de Metas de Inflação (RMI) é fundamentado no NCM, que possui como principal ferramenta a política monetária. Logo, a mudança de taxas de juros será feita visando a atender o RMI. Sua adesão ocorreu em diversos países, justamente pela sua eficácia no combate da inflação, se comparada com outros métodos antes utilizados, como citado: “[...]diversos países têm adotado metas para

na determinação da inflação e na transmissão da política monetária para a macroeconomia; 5) taxa real de juros precisa aumentar com maior inflação, i.e., o Princípio de Taylor; 6) política monetária está sujeita ao problema de inconsistência temporal; 7) banco central independente ajuda a aprimorar a eficiência da política monetária; 8) compromisso com uma âncora nominal forte é central para produzir bons resultados de política monetária; 9) fricções financeiras desempenham um papel importante nos ciclos de negócio. (MISHKIN, 2011, p.4-5)

a inflação, porque acreditam ter encontrado uma estrutura capaz de neutralizar as expectativas inflacionárias dos agentes” (MENDONÇA, 2005, p. 2). Também podemos sintetizar como o "norte" para a política monetária,

O sistema de metas de inflação consiste no anúncio público da meta oficial de médio prazo a ser perseguida pelo banco central, que manipula os seus instrumentos de política monetária, principalmente a taxa nominal de juros de curto prazo, conforme sugerido por Taylor (1993), para atingi-la. (NEVES, 2008, p.116).

Conforme Arestis (2008), para que o RMI tenha de fato o efeito esperado, é preciso seguir algumas premissas chaves, são elas:

- a) anúncio público das metas de inflação pela Autoridade Monetária, mostrando o comprometimento com a estabilidade e foco no longo prazo em manter uma baixa inflação, este objetivo é alcançado com 3 pilares: Credibilidade, Flexibilidade e Legitimidade (KING, 2002);
- b) agrupar os ganhos obtidos com o controle da inflação;
- c) a política monetária é o principal instrumento da política macroeconômica, pois é a ferramenta mais flexível, que consegue atingir o objetivo da estabilidade de preços e controle da inflação;
- d) A política monetária não deve ser operacionalizada por políticos, mas sim, por especialistas na forma de um banco central “independente”, onde a independência dos instrumentos é preferível para isolar o banco central das políticas de inconsistência intertemporal;
- e) Mecanismos de abertura, transparência e responsabilidade devem estar presentes nas formulações de política monetária, melhorando a credibilidade;
- f) A transparência reduz as incertezas sobre as preferências do banco central, cuja função é reduzir as taxas esperadas da inflação.

No Regime de Metas de Inflação, a âncora nominal que serve de “norte” para a manutenção do aumento de preços, é a própria meta. Porém essa âncora só possui efeito de fato se as características do modelo são atendidas, sua importância pode ser observada na obra *Dez Anos de Metas para Inflação no Brasil (1999-2009)*:

Nesse regime monetário, em que a âncora nominal da política monetária é a própria meta, os bancos centrais precisam atuar de forma autônoma, com

sua credibilidade derivando de seu comprometimento com a meta anunciada e da consistência da sua estratégia na busca da estabilidade de preços. A atuação sistemática e transparente da autoridade monetária torna a política mais previsível e, conseqüentemente, mais influente sobre as expectativas dos agentes, favorecendo a manutenção da inflação nos patamares almejados. (TOMBINI, 2011, p. 9)

Como pode-se observar, a confiança, credibilidade e transparência da autoridade monetária aos agentes econômicos é fundamental para que o RMI atinja seus objetivos.

3.3 INDEPENDÊNCIA DO BANCO CENTRAL

Com a descrição das teorias do NCM e RMI, pode-se concluir que é fundamental uma autoridade monetária madura, que passe credibilidade aos agentes econômicos, mas principalmente, que seja independente. Conforme Kydland e Prescott (1977), normalmente os políticos preferem se aproveitar de ganhos de políticas monetárias de curto prazo (como aumento de emprego) e arcar com prejuízos de longo prazo (inflação), este problema é conhecido como: inconsistência intertemporal. Sendo assim, a independência do Banco Central visa mitigar esse empecilho e garantir que o objetivo central sempre seja a estabilidade de preços no longo prazo.

Segundo Mendonça (2000), quando se fala de independência, é sobre a capacidade que a autoridade monetária, ou Banco Central, tem de não ceder às forças políticas de monetizar grandes déficits orçamentários, sendo assim, independente institucionalmente dos poderes Legislativo e Executivo. Mendonça também pontua, em 2000, que essa discussão sobre Independência do Banco Central (IBC) passou a ganhar força, tanto no âmbito político quanto acadêmico nos anos de 1980 e 1990, já que o Banco Central era descrito como o principal pilar de causalidade no processo de estabilização de preços.

A teoria que apoia a IBC possui dois pilares: O teórico, que é um argumento que se baseia na existência de um viés inflacionário intrínseco na sua condução, sendo assim os responsáveis pela administração da política monetária estão sujeitos a esse viés; O empírico, que observou o desempenho de diversos Bancos Centrais e concluiu que existe uma correlação negativa entre o grau de Independência do

Banco Central (IBC) e a inflação, em outras palavras, quanto maior a independência da autoridade monetária, menor a inflação (MENDONÇA, 2000).

No Brasil, embora o Regime de Metas de Inflação tenha se iniciado em 1999, somente no dia 25 de fevereiro de 2021 o Banco Central do Brasil de fato teve a sua independência decretada, com a Lei Complementar 179 (BRASIL, 1964). A partir dessa data, o Banco Central passa a ser classificado como autarquia de natureza especial caracterizada pela "ausência de vinculação a ministério, de tutela ou de subordinação hierárquica"(LEI, 2021). Mesmo que a autoridade monetária brasileira não fosse de fato independente até então, conforme Mathew (2006), foi feita uma pesquisa sobre os níveis de autonomia com mais de 25 países, mostrando que o Brasil era o sétimo país mais bem colocado, ficando à frente de países como Canadá e Austrália.

Atualmente a autoridade monetária possui mandatos fixos e não está vinculado a algum ministério, mesmo assim, a estrutura do Regime de Metas de Inflação no Brasil permanecem a mesma, tanto as ferramentas monetárias do Banco Central brasileiro quanto os seus deveres de estabilidade de preços e manutenção do sistema financeiro continuaram inalterados, como descrito pelo Senado Brasileiro: “[...] as metas relacionadas ao controle da inflação anual continuam a cargo do Conselho Monetário Nacional (CMN), e o Banco Central vai ter os mesmos instrumentos atuais de política monetária”(LEI, 2021).

O Banco Central do Brasil também fez questão de deixar claro, nos seus portais de comunicação, que essa nova etapa da autarquia não veio para causar atritos, mas sim para auxiliar no controle da inflação, como explicado pelo presidente do Banco Central do Brasil: “[...] Esta conquista é resultado de um longo processo de amadurecimento institucional, onde os benefícios de um banco central independente, transparente e responsável foram ficando claros para a sociedade” (CAMPOS NETO,2021).

3.4 O CASO BRASILEIRO

Kregel (1999) explica de forma sucinta o cenário brasileiro pré RMI, onde a âncora nominal cambial era a principal política econômica de estabilização, e o Estado assegurava a taxa de câmbio estável artificialmente através de políticas

monetárias. Também existiam outras ferramentas econômicas, como reformas estruturais, reformas fiscal, patrimonial e previdenciária. Embora essas medidas realmente trouxeram uma diminuição da pressão inflacionária no curto prazo, a apreciação das moedas domésticas em relação às principais moedas de conversibilidade internacional acabou causando desequilíbrios expressivos nos balanços de pagamentos. Sendo assim, para que o equilíbrio fosse restaurado, a autoridade monetária eleva a taxa de juros com a finalidade de captar “poupança externa”, que por sua vez aumentava a dívida interna pública. Isso acabava por prejudicar as medidas macroeconômicas, já que os países, em geral latino-americanos, eram alvos de ataques especulativos às suas moedas domésticas, ocasionando assim as crises cambiais.

Em meado dos anos 90, em uma perspectiva de diversas crises cambiais, principalmente em países subdesenvolvidos como México, Argentina e no Brasil, o NCM ganha espaço e é implementado o Regime de Metas de inflação (RMI), ou “*inflation targeting*” (IT) em inglês, onde o Conselho Monetário Nacional (CMN) define as metas de inflação para os anos subsequentes. Arestis (2009) explica que após o surgimento das crises cambiais, as autoridades monetárias revisaram as lógicas de suas políticas de estabilização adotadas em seus países, tendo em vista que as âncoras cambiais trouxeram mais malefícios do que benefícios para a economia. No contexto brasileiro, o Plano Real mantinha a paridade com o dólar via altas taxas de juros, porém essa medida de estabilização não podia ser mantida, devido à grande crise cambial, em 1998-99 foi implementado o regime de câmbio de flutuante “suja”, o que ocasionou uma desvalorização da moeda doméstica e para conter uma possível explosão inflacionária, foi implementado em 1999 o RMI.

Por fim, ainda sobre a conjuntura do Brasil, o principal indicador para inflação aos consumidores é o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), que o IBGE publica mensalmente para que a população também tenha acesso aos dados econômicos, e serve também como referência para decisões da autoridade monetária. Embora exista uma discussão sobre a utilização deste indicador, ele ainda se mostra um ótimo indicador de suporte, conseguindo interpretar o aumento dos custos na economia de forma consistente, mesmo tendo as suas peculiaridades (CARRARA;CORREA,2012).

4 PANDEMIA DA COVID-19 E OS IMPACTOS NA ECONOMIA BRASILEIRA

Nesta seção será feita uma análise dos documentos oficiais publicados pelo Banco Central do Brasil, as Atas do Copom, que representam as reuniões periódicas do Comitê de Política Monetária e os Relatórios de Inflação (que é publicado de 3 em 3 meses, normalmente nos meses de: março, junho, setembro e dezembro), que faz um arranjo das políticas monetárias, inflação e outros assuntos relacionados durante o período percorrido.

Os anos abordados serão divididos em duas partes: O primeiro semestre de cada ano corresponde de janeiro a junho; O segundo semestre representa os meses de julho a dezembro. Essa divisão é importante para que a organização dos documentos esteja em ordem cronológica, facilitando o entendimento das ações do Banco Central do Brasil.

4.1 O INÍCIO DA PANDEMIA (2020)

O quadro econômico que vivia o Brasil no início de 2020, pré-pandemia, era de superação da crise econômica-política de 2016-17, que causou uma recessão da economia brasileira e aumentou as incertezas sobre a solvência das finanças públicas e fez com que a taxa básica de juros chegasse a patamares mais elevados (BARBOSA, 2017). Tais medidas de contenção dos gastos públicos, a partir de reformas, e de flexibilização da política monetária, indicavam sinais de recuperação econômica no longo prazo, porém esse processo foi interrompido com a chegada do coronavírus. O Banco Central do Brasil, definiu em 2017, a meta de inflação para o ano de 2020, para 4% ao ano, com limite de 1,5% para cima e para baixo (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2017).

4.1.1 Primeiro semestre

Em fevereiro a economia brasileira ainda não tinha sentido os primeiros choques de oferta e demanda, frutos da Covid-19. O principal foco da política monetária ainda era manter a continuidade da recuperação da economia brasileira (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020a). Embora o vírus não tenha sido o foco da

reunião, os integrantes do Copom estavam em alerta, devido aos impactos sentidos em outros países, como é apontado na reunião de fevereiro:

No que tange à conjuntura internacional, os membros do Copom avaliaram que o **cenário segue relativamente favorável para economias emergentes**. O Comitê discutiu os efeitos do coronavírus sobre a economia global. O eventual prolongamento ou intensificação do surto implicaria uma desaceleração adicional do crescimento global, com impactos sobre os preços das commodities e de importantes ativos financeiros. **O Copom concluiu que a consequência desses efeitos para a condução da política monetária dependerá da magnitude relativa da desaceleração da economia global versus a reação dos ativos financeiros.** (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020a, p.4, grifos nossos).

Nessa mesma reunião, o Copom optou por diminuir a taxa de juros básica (SELIC) em 0,25 ponto percentual, para 4,25% ao ano, junto a isso, o relatório Focus informou que expectativa da taxa de juros ao final do ano de 2020 era de 4,25% a.a e para 2021, ficaria em 6% a.a (BCB, 2020a).

Em março ocorreu a próxima reunião do Copom, sua Ata foi publicada no dia 23/03/2020. Nesse momento, o assunto da reunião já estava situado em torno da Covid-19 e os principais perigos para a economia brasileira, tendo em vista que a pandemia estava ocasionando uma desaceleração no crescimento global, além do aumento do preço das *commodities*, formando assim um ambiente desafiador principalmente para as economias emergentes (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020b).

A principal *commodity* que afetou as cadeias globais foi o petróleo, que rapidamente refletiram o aumento de preço dos combustíveis e das passagens aéreas, que naturalmente são apresentadas nos seguintes relatórios de inflação (BCB, 2020b). Ainda na reunião de março, pode-se verificar que a pandemia não iria transmitir apenas um tipo de inflação (como de Custo ou de Demanda, por exemplo), mas sim diversas frentes com soluções distintas:

O Comitê então discutiu como a pandemia afeta a economia brasileira e, em particular, os cenários para a inflação prospectiva. O Copom concluiu que há três principais canais de transmissão. Primeiro, um choque de oferta, derivado da interrupção das cadeias produtivas. Segundo, um choque nos custos de produção, mensurado pela variação de preços das commodities e de importantes ativos financeiros. Terceiro, uma retração de demanda,

proveniente do aumento da incerteza e das restrições impostas pela pandemia. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020b, p.4)

Conforme o Banco Central do Brasil (2020b) o primeiro canal de transmissão da inflação não teria efeitos quantitativos significativos no primeiro momento, devido ao baixo grau de participação nas cadeias globais; A segunda via teria um impacto desinflacionário no curto prazo, porém a sua importância depende da volatilidade dos preços, medidos em moeda local, das *commodities*; A terceira frente requer muita atenção, devido ao seu possível impacto no longo prazo.

O comitê de política monetária, que ponderou todas as variáveis disponíveis e seus graus de risco, decidiu diminuir a taxa básica de juros em 0,5 ponto percentual, para 3,75% ao ano (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020b). Sobre a efetividade das políticas monetárias nesse cenário; “[...] Embora neste momento, seus efeitos fossem limitados, os mesmos serão relevantes para acelerar a recuperação econômica, quando as restrições impostas pela pandemia começarem a arrefecer” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020b).

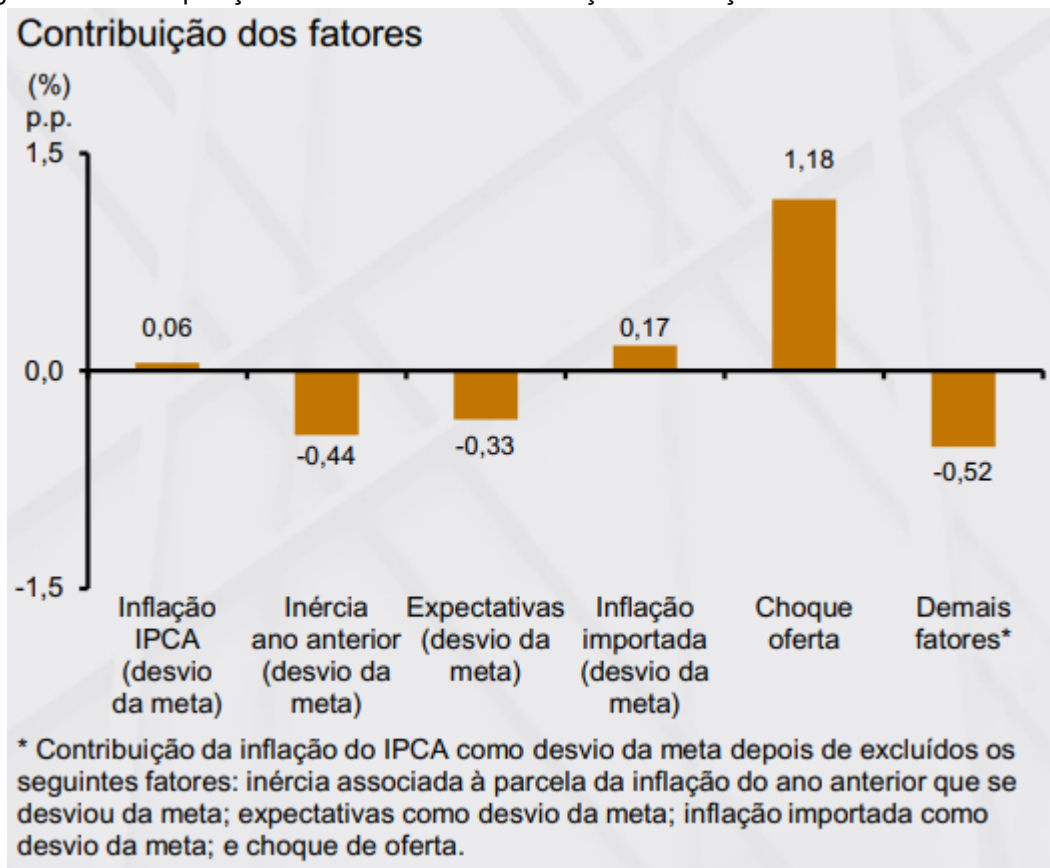
Ainda no mês de março, o BCB publicou o primeiro Relatório de Inflação de 2020, com os dados e informações disponíveis até a última reunião do Copom, no dia 17 de março de 2020. A economia brasileira passa por um elevado grau de incerteza, causado pela pandemia de coronavírus (BANCO CENTRAL DO BRASIL 2020c). Porém o tiveram outros atritos além da pandemia, que mexiam com a expectativa de inflação:

As expectativas de mercado para a inflação em 2020 apresentaram recuo significativo desde as informações contidas no Relatório de Inflação anterior. Esse movimento esteve associado, inicialmente, ao choque no preço de carnes, cujo efeito se mostrou mais pronunciado em 2019, e mais recentemente aos impactos globais da COVID-19, em especial sobre os preços de commodities, e aos desdobramentos de negociações entre os principais exportadores de petróleo. (BANCO CENTRAL DO BRASIL 2020c, p.27-28)

Embora o ano de 2019 não esteja no escopo deste trabalho, é interessante que seja apresentado qual a magnitude dos fatores que contribuíram para o desempenho da meta de inflação. Na figura 1 abaixo pode-se verificar o desvio da taxa de inflação (Que é medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor – IPCA) comparado com a meta determinada pelo Conselho Monetário Nacional

(CMN). Conclui-se que os choques externos foram o núcleo que mais puxou a inflação para patamares elevados.

Figura 1 – Decomposição do desvio da taxa de inflação em relação à meta em 2019



Fonte: Banco Central do Brasil (2019a).

O Banco Central do Brasil (2020d) relatou todos os desafios que o Copom tinha que enfrentar nesse período, agora que o vírus da Covid-19 já assolava o mundo inteiro e o problema da desaceleração da produção mundial deixava o clima de incerteza ainda mais preocupante. Mesmo com estímulos fiscais e monetários, devido à pressão externa, o contexto ainda é bastante desafiador para as economias emergentes, que no caso do Brasil, sofreram bastante com a saída de capital estrangeiro e a queda dos preços das *commodities*.

O Comitê de Política Monetária, mesmo com a ausência de abundância de dados no mês de abril, tinha evidências o bastante para passar a considerar um futuro de curto prazo (ainda na primeira metade do ano) marcado por uma forte queda do PIB (CENTRAL DO BRASIL, 2020d). Mesmo com a mudança abrupta de cenário, onde o Brasil teve que parar de gerir a retomada da crise de 2017, o comitê

deixou explícito o seu novo foco em combater a desinflação, a fim de cumprir os seus deveres com o comprimento da meta de Inflação, como mostrado:

O Copom reconhece que, neste momento, o choque desinflacionário de demanda, ainda que associado a maior fragilidade fiscal, iniciou um processo de revisão para baixo nas expectativas de inflação, para níveis não compatíveis com as metas, em particular para o horizonte relevante da política monetária. Esse movimento ocorre tanto nas expectativas coletadas pela pesquisa Focus quanto nas expectativas implícitas nos títulos públicos. **O Comitê reafirma seu compromisso com a meta para a inflação estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional, que sempre foi e segue sendo o principal objetivo da política monetária.** (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020d, p.4, grifo nosso)

O Copom entende que a economia anseia por um estímulo monetário elevado, porém informa que este último possui um limite e sua sustentabilidade será determinada ao longo do ano. Também reforça o seu dever de manter os processos de reformas no Brasil é essencial para permitir a recuperação sustentável da economia (Banco Central do Brasil, 2020d).

Ficou decidido na Ata da 230ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020d) uma redução de 0,75 ponto percentual, sendo assim a taxa básica de juros chegou a um patamar de 3,00% ao ano. Ainda foi informado que esse cenário de reduções nas taxas de juros seria visto de novo na próxima reunião: “condicional ao cenário fiscal e à conjuntura econômica, o Comitê considera um último ajuste, não maior do que o atual, para complementar o grau de estímulo necessário como reação às consequências econômicas da pandemia da Covid-19” (Banco Central do Brasil, 2020d, p.5).

No mês de maio, o comitê não deslumbra de um bom presságio para os próximos meses, pois os primeiros três meses do ano tiveram a maior queda do PIB desde 2015, refletindo todo o estrago causado pela pandemia, sendo assim as expectativas eram de que o próximo trimestre seria ainda mais caótico para a economia brasileira. Além disso, foi identificado que diversos graus de inflação subjacente estão abaixo do comprimento da meta de inflação para o horizonte significativo. O Banco Central do Brasil (2020d) também informou que mesmo com os diversos estímulos fiscais e monetários por grandes partes das economias do mundo, o ambiente ainda é bastante desafiador.

O Banco Central do Brasil (2020e) pela primeira vez na pandemia começa a observar as medidas tomadas por outros governos e autoridades monetárias nas principais economias do mundo, com coordenações e medidas inéditas, de dimensões gigantescas, que diminuem relativamente o atrito econômico causado pela pandemia. Contudo, os países que desfrutam de maior disponibilidade de recursos, conseguem combater os efeitos do coronavírus com maior eficiência que os países emergentes, onde o fluxo de capitais para fora do país ainda é grande, como foi citado:

Com isso, os efeitos sanitários e econômicos da pandemia tornam-se desproporcionalmente maiores nos emergentes, em particular naqueles com menor espaço fiscal, o que tende a ser refletido na aversão ao risco e no fluxo de capital para esses países. Sendo assim, embora tenha havido alguma moderação na volatilidade dos preços dos ativos, **o ambiente internacional segue sendo desafiador para a economia brasileira.** (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020e, p.3, grifo nosso)

Ainda conforme o Banco Central do Brasil (2020e), o comitê segue atento aos efeitos da pandemia, pois crê que o cenário será desinflacionário e atrelado ao grande aumento do nível de ociosidade dos fatores de produção. Também é abordado o limite máximo efetivo que a taxa básica de juros pode chegar, tendo em vista que ela deve ser maior que em países desenvolvidos, pois precisa atender ao “prêmio pelo risco” de se investir em países subdesenvolvidos.

Na reunião de junho também foi decidido pelo Banco Central do Brasil (2020e), por unanimidade, uma redução da taxa básica de juros em 0,75 ponto percentual, chegando a 2,25% ao ano. Pela primeira vez, o Comitê de Política Monetária se depara com novas variáveis a serem analisadas, o auxílio emergencial e outros programas de estímulo de crédito, consumo e recomposição de renda sobre a demanda agregada. Agora a recuperação da economia brasileira estaria mais próxima que das últimas estimativas nos cenários das últimas reuniões, porém ainda deve se ter cautela na condução da política monetária, como citado:

Neste momento, o Comitê considera que a magnitude do estímulo monetário já implementado parece compatível com os impactos econômicos da pandemia da Covid-19. Para as próximas reuniões, o Comitê vê como apropriado avaliar os impactos da pandemia e do conjunto de medidas de incentivo ao crédito e recomposição de renda, e antevê que um eventual ajuste futuro no grau de estímulo monetário será residual. No entanto, o Copom segue atento a revisões do cenário econômico e de expectativas de inflação para o horizonte relevante de política monetária. **O Comitê**

reconhece que, em vista do cenário básico e do seu balanço de riscos, novas informações sobre a evolução da pandemia, assim como uma diminuição das incertezas no âmbito fiscal, serão essenciais para definir seus próximos passos. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020e, p.4, grifo nosso)

Finalizando o primeiro semestre temos o Relatório de Inflação do mês de junho, que relata o grande perigo desinflacionário que o mundo todo está enfrentando, não somente o Brasil, enumerando os principais focos desse sintoma da pandemia da Covid-19, como a diminuição da demanda por combustível, recuo do preço de passagens aéreas e da demanda doméstica como um todo:

Para a surpresa desinflacionaria no período podem ser mencionados como principais fatores: (i) queda significativa do preço dos combustíveis, sob influência do comportamento dos preços internacionais de petróleo e da menor demanda doméstica; (ii) forte recuo dos preços de passagem aérea, refletindo choque na demanda por viagens; e (iii) postergação de reajustes de preços administrados, tais como produtos farmacêuticos, tarifas de ônibus, energia elétrica residencial e taxa de água e esgoto. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020f, p.74)

Portanto, percebe-se que o primeiro semestre de 2020 é finalizado com uma queda constante da taxa básica de juros, ainda com espaço para uma nova redução, visando combater o perigo desinflacionário, porém o Banco Central segue em cautela e atento ao desenrolar da questão das medidas preventivas ao coronavírus.

4.1.2 Segundo semestre

No início do segundo semestre, o Brasil e o mundo começam a ter uma visão mais clara da dimensão do que estava se tornando a pandemia da Covid-19, na Ata do Copom de agosto (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020g) diversas vezes a atual crise é posta em um patamar semelhante à da Grande Depressão, no que tange a retração das economias e do PIB mundial. Porém, através dos estímulos do estado, o Brasil consegue responder de forma considerável às mudanças, na medida do possível:

Em relação à atividade econômica brasileira, indicadores recentes sugerem uma recuperação parcial. Os setores mais diretamente afetados pelo distanciamento social permanecem deprimidos, apesar da

recomposição da renda gerada pelos programas de governo. Prospectivamente, a incerteza sobre o ritmo de crescimento da economia permanece acima da usual, sobretudo para o período a partir do final deste ano, concomitantemente ao esperado arrefecimento dos efeitos dos auxílios emergenciais. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020g, p.3, grifo nosso)

Porém, mesmo com estes estímulos, a pandemia continua com uma pressão desinflacionária, deixando diversos setores abaixo da meta de inflação estabelecida: “Diversas medidas de inflação subjacente permanecem abaixo dos níveis compatíveis com o cumprimento da meta para a inflação no horizonte relevante para a política monetária.” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020g, p.3)

Embora o setor de consumo de bens tenha se aquecido, o mesmo não ocorreu com o setor de serviços, como citado pelo Banco Central do Brasil (2020g). Os programas governamentais de estímulo à renda (Como o auxílio emergencial) têm permitido um aquecimento significativo do consumo de bens duráveis e de investimento. Entretanto, o setor de serviços continua enfrentando uma fase difícil, sobretudo os setores que são afetados diretamente pelo distanciamento social.

Foi discutido novamente o limite que a taxa de juros básica pode ser reduzida no Brasil, tendo em vista que essa taxa é maior em países emergentes, por representar o prêmio pelo risco a se investir nestes países. Sendo assim o Comitê concluiu que: “[...]eventuais novas reduções na taxa de juros exigiram cautela e gradualismo adicionais. Para tal, se necessárias, novas reduções de juros demandam maior clareza sobre a atividade e inflação prospectivas e poderiam ser temporalmente espaçadas” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020g, p.4). Por fim, no mês de agosto, a taxa básica de juros foi diminuída em 0,25 ponto porcentual, chegando ao patamar de 2,0% ao ano, chegando ao seu menor patamar durante o período da pandemia.

É importante destacar uma nova ferramenta que passou a ser utilizada para auxiliar no controle da política monetária brasileira. O Copom começou a utilizar a “prescrição futura” (isto é, um “*forward guidance*”)² como um instrumento de política monetária adicional (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020f), mesmo com a dificuldade em implementar essa ferramenta, em países em desenvolvimento que são mais suscetíveis a contágio de crises externas e possuem uma certa fragilidade

² *Forward Guidance* (FG) é uma ferramenta usada por bancos centrais para delinear o curso futuro da política monetária. Para mais informações, acessar o box “Estimação dos efeitos do *forward guidance* na curva de juros” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020i).

nos fundamentos econômicos, o Copom achou mais benéfico pois a “*forward guidance*” possui um papel de transmitir a visão do Comitê sobre suas ações futuras e auxilia no ajuste as expectativas na parte intermediária da curva de juros. Também foi explicado que para que essa ferramenta seja otimizada, é preciso atrelá-la a alguns outros fatores:

Para adequar a prescrição futura ao dinamismo dos limites impostos por questões prudenciais, o Comitê ponderou que ele deveria ter uma intenção de política assimétrica, em que, satisfeitas as condições necessárias, o Copom não elevaria a taxa de juros, mas poderia reduzi-la. **Para maximizar sua efetividade, o Comitê decidiu que essa prescrição futura deveria ser condicional às expectativas de inflação, assim como às projeções de inflação de seu cenário básico para o horizonte relevante de política monetária, que atualmente inclui o ano-calendário de 2021 e, em grau menor, o de 2022.** Essas informações seriam consideradas conjuntamente e, caso estivessem suficientemente próximas da meta de inflação para o horizonte correspondente, indicariam o fim da intenção. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020g, p.4, grifo nosso)

Mesmo com as dificuldades da prescrição futura no uso em economias emergentes, o comitê condicionou as expectativas e projeções de inflação no horizonte relevante, porém, para melhor usufruir dessa nova ferramenta, também foi decidido que era necessário condicionar a política monetária a mais 2 fatores: 1) A manutenção do regime fiscal, que o seu não cumprimento poderia causar efeitos na taxa de juros estrutural da economia; 2) A ancoragem das expectativas da inflação no longo prazo, já que o seu descumprimento indicaria que os custos derivativos dos estímulos monetários estariam se colocando acima dos benefícios (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020g).

Em setembro, conforme o Banco Central do Brasil (2020h), foi relatado o início da retomada das atividades econômicas, principalmente no cenário externo, colaborando para que o cenário econômico seja relativamente mais favorável aos países em desenvolvimento, como é o caso do Brasil. Porém, alguns problemas ainda deixam os agentes econômicos em alerta, como a redução dos estímulos governamentais e a evolução da pandemia da Covid-19. Em relação aos demais países em desenvolvimento, o Brasil apresenta uma melhor performance na retomada das atividades, porém a autoridade monetária pontua a importância de se manter em alerta, devido aos efeitos da diminuição esperada do auxílio emergencial, que virão ao fim do ano:

[...]A recomposição da renda e os demais programas do governo vêm permitindo que a economia brasileira se recupere relativamente mais rápido que a dos demais países emergentes. **Prospectivamente, a incerteza sobre o ritmo de crescimento da economia permanece acima da usual, sobretudo para o período a partir do final deste ano, concomitantemente ao esperado arrefecimento dos efeitos dos auxílios emergenciais.** (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020h, p.3, grifo nosso)

Semelhante a reunião do mês de agosto, o setor de bens de consumo duráveis segue se recuperando: “Os programas governamentais de recomposição de renda têm permitido uma retomada relativamente forte do consumo de bens duráveis e do investimento” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020h, p.4). Porém o mesmo ainda não ocorre com o setor de serviços, que continua sofrendo principalmente com as medidas de distanciamento social. Também foi discutido pelos integrantes do Copom o nível de ociosidade, principalmente no setor de serviços, que iria contribuir para a desinflação do país naquele momento devido ao maior nível de ociosidade se comparado aos outros setores, logo, o Comitê concluiu que: [...] a natureza da crise provavelmente implica que pressões desinflacionárias provenientes da redução de demanda podem ter duração maior do que em recessões anteriores.” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020h, p.4).

Considerando o cenário básico, o Banco Central do Brasil (2020h) e o Copom decidiram, por unanimidade, manter a taxa básica de juros em 2,00% a.a, o que está de acordo com as atas das reuniões anteriores, já que tinha pontuado que a taxa básica de juros não seria aumentada, porém poderia ser diminuída em casos excepcionais, tendo em vista que o conselho já enxerga o limite mínimo que a taxa de juros brasileira pode chegar, sem causar danos à economia. Sendo assim, o Copom deixa claro que pretende manter o “*forward guidance*”, para que os estímulos monetários continuem tendo o impacto desejado na economia:

De forma a prover o estímulo monetário considerado adequado para o cumprimento da meta para a inflação, mas mantendo a cautela necessária por razões prudenciais, **o Copom considera apropriado manter uma “prescrição futura” (isto é, um “forward guidance”) como um instrumento de política monetária adicional.** Nesse sentido, e apesar de uma assimetria em seu balanço de riscos, o Copom não pretende reduzir o grau de estímulo monetário, a menos que as expectativas de inflação, assim como as projeções de inflação de seu cenário básico, estejam suficientemente próximas da meta de inflação para o horizonte relevante de política monetária, que atualmente inclui o ano-calendário de 2021 e, em grau menor, o de 2022. Essa intenção é condicional à manutenção do atual

regime fiscal e à ancoragem das expectativas de inflação de longo prazo. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020h, p.6, grifo nosso)

No Relatório de Inflação de setembro, o Banco Central do Brasil (2020i) faz um estudo sobre a relação de incerteza e atividade econômica, visando entender os impactos que o ambiente atípico de calamidade pública, o estudo concluiu que há uma relação entre eles e ainda pontuou: “[...]Resultados mostram efeitos adversos significativos da incerteza sobre o consumo e a FBCF. Além disso, evidenciam o papel da incerteza em uma recuperação cíclica da economia: períodos com maior incerteza podem levar a uma recuperação mais lenta” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020i, p.62).

É citado também um pico de aumento da inflação no mês de julho, por causa do aumento dos preços dos alimentos, atrelado aos problemas climáticas, porém no mês de agosto houve uma leve diminuição por causa da baixa dos valores dos alimentos e adesão da bandeira vermelha para o consumo de energia:

A inflação acima da estimada no trimestre esteve concentrada no mês de julho, quando a evolução dos preços de alimentos in natura, ainda sob influência de condições climáticas atípicas, respondeu por parte relevante da surpresa. Esse movimento foi parcialmente compensado por variações menores do que as projetadas para preços de produtos de higiene pessoal e da gasolina. Em agosto, a reversão do choque nos preços dos alimentos in natura, o recuo nos preços de carnes e a nova surpresa baixista no item higiene pessoal contrabalançaram o impacto do acionamento da bandeira vermelha 1. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020i, p.50)

O Banco Central do Brasil (2020j) constatou uma elevação da projeção dos índices de inflação para os próximos meses do ano, os setores que mais contribuíram para esse aumento foram os de alimentos e bens industriais, que tiveram um certo estímulo devido ao grande aumento do consumo, principalmente de *commodities*, devido ao auxílio emergencial, porém esse aumento de preços está sendo monitorado e de acordo a meta de inflação e dentro dos limites prospectados pelo Copom: “[...]apesar de a pressão inflacionária ter sido mais forte que a esperada, o Comitê mantém o diagnóstico de que esse choque é temporário, mas monitora sua evolução com atenção” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020j, p.3).

Os membros do Copom seguiram em análise de cenário internacional, principalmente sobre a pandemia da Covid-19, que poderia acabar dificultando a retomada econômica não só do Brasil, mas do mundo:

Com relação à economia internacional, a recente ressurgência da pandemia e o conseqüente aumento do afastamento social em algumas das principais economias podem interromper a recuperação da demanda. Uma possível redução abrupta e não organizada dos estímulos governamentais também adiciona risco à retomada econômica. Por ora, no entanto, a moderação na volatilidade dos ativos financeiros continua resultando em um ambiente relativamente favorável para economias emergentes. O Comitê ponderou que há, contudo, bastante incerteza sobre a evolução desse cenário. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020j, p.4, grifo nosso)

Seguindo a metodologia escolhida pela autoridade monetária, o “*Forward guidance*” segue sendo um dos pilares para se manter o estímulo monetário, como citado:

O Copom prosseguiu sua análise considerando não somente o cenário básico como também o balanço de riscos e as restrições de natureza prudencial. Independentemente das restrições prudenciais, o Copom ponderou que, neste momento, a assimetria altista no balanço de riscos causada pelos riscos fiscais é suficiente para compensar o fato de seu cenário básico projetar inflações abaixo da meta no horizonte relevante. **O Copom assim concluiu que o atual nível de estímulo monetário, produzido pela manutenção da taxa básica de juros em 2,00% a.a. e pelo forward guidance, está adequado, independentemente das restrições de natureza prudencial.** (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020J, p.5, grifo nosso)

Como determinado pelo Banco Central do Brasil (2020j) foi decidido, por unanimidade, manter a taxa básica de juros em 2% ao ano, entendendo que a conjuntura econômica demanda por um estímulo monetário extraordinário e que devido à necessidade de estabilidade financeira, o espaço para utilização da política monetária, se houver, será pequeno. Também foi informado que o *forward guidance* está adequado, independentemente das restrições de natureza prudencial e reafirma que todas as condições postas na reunião de agosto seguem sendo satisfeitas, logo, não é necessária uma alteração da taxa básica de juros:

[...] não pretende reduzir o grau de estímulo monetário desde que determinadas condições sejam satisfeitas. **O Copom avalia que essas condições seguem satisfeitas: as expectativas de inflação, assim como as projeções de inflação de seu cenário básico, encontram-se significativamente abaixo da meta de inflação para o horizonte relevante de política monetária; o regime fiscal não foi alterado; e as expectativas de inflação de longo prazo permanecem ancoradas.** (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020j, p.5, grifo nosso)

No final do ano, mais especificamente em dezembro, o mundo começa a vislumbrar uma possível melhora no cenário internacional, principalmente com o

avanço nos testes de vacina contra a Covid-19, porém a ressurgência de picos de casos em algumas das principais economias do mundo, pode afetar a atividade econômica no curto prazo (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020k). Na Ata da Reunião do Comitê de Política Monetária — Copom, também é informado que devido à grande ociosidade e da comunicação dos principais bancos centrais, os estímulos monetários continuariam presentes na economia, gerando um ambiente favorável para os países emergentes.

No Brasil, embora o país esteja em um bom ritmo de recuperação, isso não ocorre homogeneamente em todos os setores, essa cadência considerável de recuperação ocorre graças aos estímulos monetários, sobretudo do AE (Auxílio Emergencial). Essa situação foi bem detalhada no tópico 12 da Ata da reunião do Copom:

Os membros do Copom discutiram a evolução da atividade econômica doméstica à luz dos indicadores e informações disponíveis. **Avaliaram que os programas governamentais de recomposição de renda têm permitido uma retomada relativamente forte do consumo de bens duráveis e do investimento. Entretanto, os dados recentes continuam refletindo uma recuperação desigual da atividade econômica.** Prospectivamente, a pouca previsibilidade associada à evolução da pandemia e ao necessário ajuste dos gastos públicos a partir de 2021 aumenta a incerteza sobre a continuidade da retomada da atividade econômica. O Comitê ponderou que os riscos associados à evolução da pandemia podem implicar um cenário doméstico caracterizado por uma retomada ainda mais gradual. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020k, p.3, grifo nosso)

A inflação começa a dar sinais de uma possível volta do grande aumento de preços, porém no curto prazo isso é causado por causa dos choques temporários:

As últimas leituras de inflação foram acima do esperado e, em dezembro, apesar do arrefecimento previsto para os preços de alimentos, a inflação ainda deve se mostrar elevada, com coleta extraordinária de preços de mensalidades escolares e transição para o mais elevado patamar de bandeira tarifária de energia elétrica. Apesar da pressão inflacionária mais forte no curto prazo, o Comitê mantém o diagnóstico de que os choques atuais são temporários, mas segue monitorando sua evolução com atenção, em particular as medidas de inflação subjacente. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020k, p.3)

Em relação ao *forward guidance*, utilizado pelo Copom, ele segue mantendo seu arcabouço teórico inalterado, fazendo com que o comitê opte por não reduzir o

grau de estímulo, pois as condições seguem sendo respeitadas, como mencionado no tópico 14 da reunião:

O Copom avaliou que essas condições seguem satisfeitas: as expectativas de inflação assim como as projeções de inflação de seu cenário básico permanecem abaixo da meta de inflação para o horizonte relevante de política monetária; o regime fiscal não foi alterado; e as expectativas de inflação de longo prazo permanecem ancoradas. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020k, p.4, grifo nosso)

Porém, o Copom segue em alerta, pois já enxerga o fim da utilização do *forward guidance*, já que as suas principais condicionais podem não ser mais atendidas, como a expectativa de inflação para 2021, entretanto é deixado claro que o fim do mesmo não acarreta o aumento de juros: “o Comitê decidiu adicionar à sua comunicação que, embora haja a possibilidade de o *forward guidance* ser retirado em breve, isso não implicaria mecanicamente aumento de juros” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020k, p.5).

Ainda no tema do *forward guidance*, o Banco Central do Brasil faz questão de deixar claro e explicar novamente o impacto positivo que essa ferramenta trouxe e que o fim da mesma não iria acarretar prejuízos e que o plano de controle inflacionário seguirá sendo mantido, como explicado no tópico 21 da reunião de dezembro do Copom:

O Copom avalia que, desde a adoção do *forward guidance*, observou-se uma reversão da tendência de queda das expectativas de inflação em relação às metas para o horizonte relevante. Além disso, ao longo dos próximos meses, o ano-calendário de 2021 perderá relevância em detrimento ao de 2022, que está com projeções e expectativas de inflação em torno da meta. A manutenção desse cenário de convergência da inflação sugere que, em breve, as condições para a manutenção do *forward guidance* podem não mais ser satisfeitas, o que não implica mecanicamente uma elevação da taxa de juros pois a conjuntura econômica continua a prescrever estímulo extraordinariamente elevado, frente às incertezas quanto à evolução da atividade. No cenário de retirada do *forward guidance*, a condução da política monetária seguirá o receituário do regime de metas para a inflação, baseado na análise da inflação prospectiva e de seu balanço de riscos. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020k, p.5)

Logo, sem surpresas, o Banco Central do Brasil (2020k), anuncia que decidiu, por unanimidade, manter a taxa básica de juros em 2,00% a.a. Além disso, o relatório do Focus mostrou que as expectativas de inflação para 2020, 2021 estão ao redor de 4,2% e 3,3%, respectivamente, o que é um pouco diferente dos 6% em

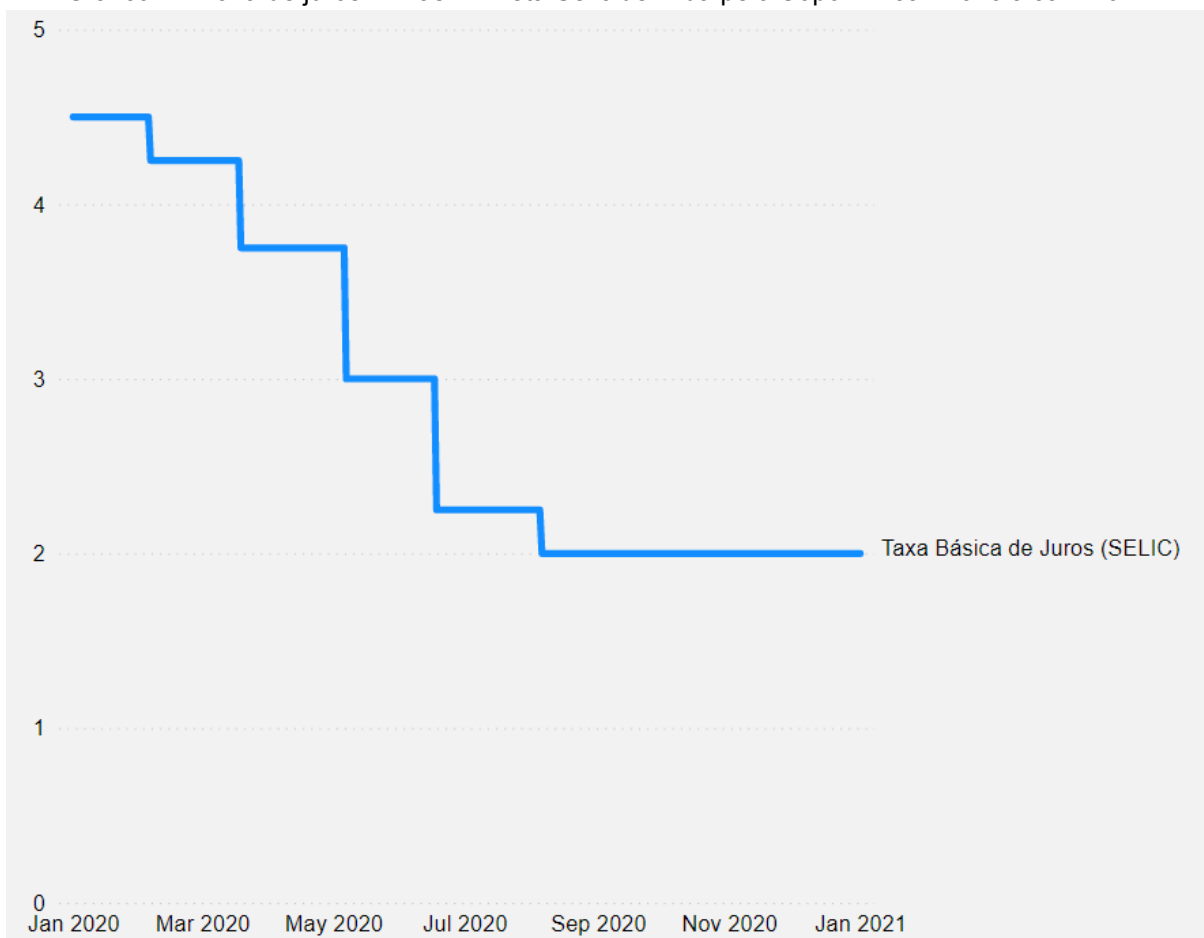
2021, indicado pela mesma pesquisa que foi feita, porém no início do ano, antes da pandemia.

No Relatório de Inflação, ficou claro que a inflação ao longo do ano de 2020 foi causada predominantemente por pressões externas:

A inflação ao longo do ano tem refletido basicamente o forte movimento de atividade econômica associado à crise da pandemia da Covid-19 e aos programas de crédito e de recomposição de renda, em conjunto com pressões de custos decorrentes do aumento dos preços de commodities e de taxa de câmbio em níveis persistentemente mais elevados. Pressões localizadas em alguns produtos também têm contribuído, como nos casos da carne, do arroz e da soja. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020I, p.56)

Como pode ser observado no gráfico abaixo, que mostra a taxa de juros determinada pelo Copom, o Brasil seguiu uma estratégia de estímulo ao consumo e à liquidez, diminuindo cada vez mais a taxa básica de juros, a ponto de chegar a 2% ao ano no mês de agosto. Essa política monetária junto aos estímulos de renda com o Auxílio Emergencial, implementados pelo governo brasileiro, foram os responsáveis por manter os níveis de inflação na meta e não abaixo ou acima, o que reafirma o compromisso do Banco Central do Brasil em manter sob controle o nível de aumento de preços.

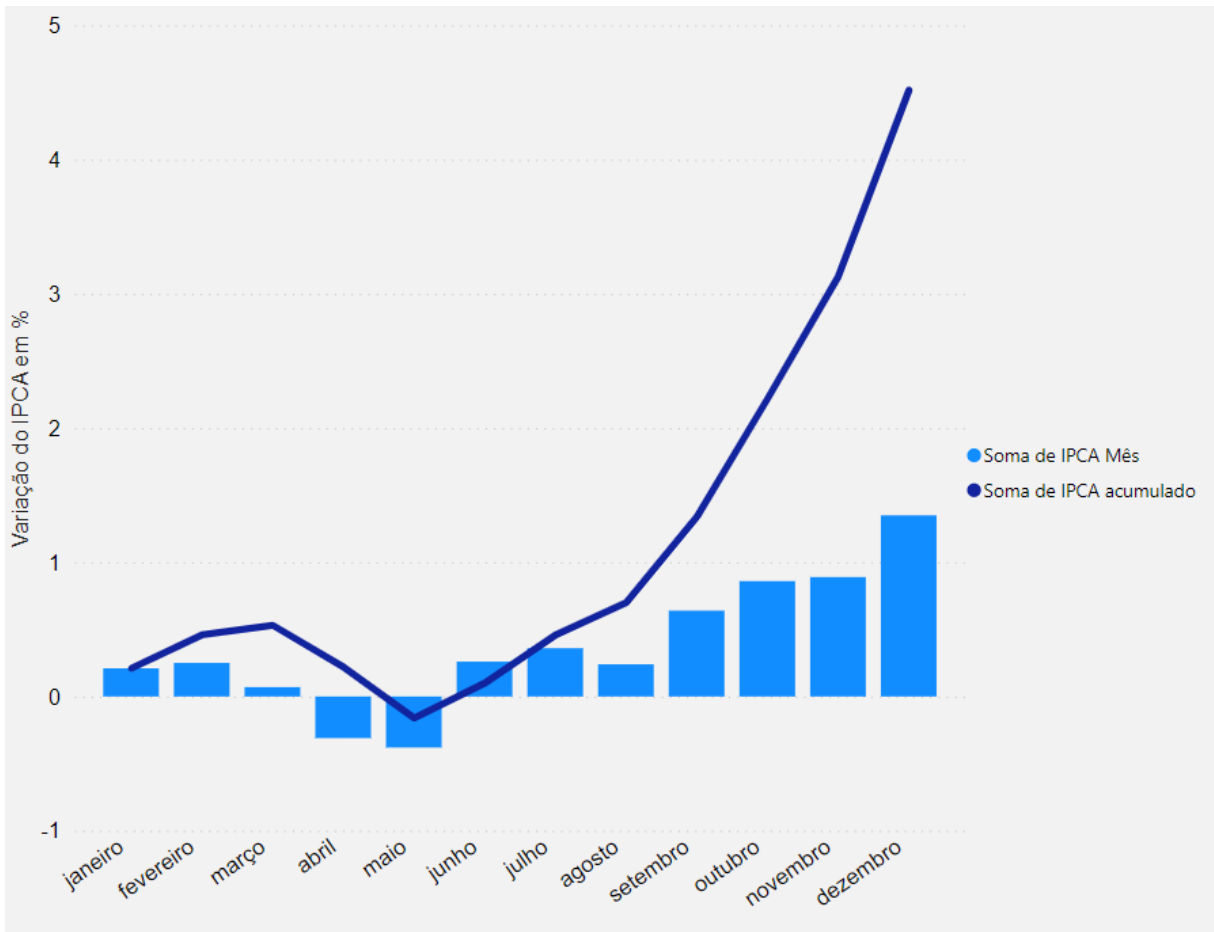
Gráfico 1 – Taxa de juros – Brasil – Meta Selic definida pelo Copom – Jan/2020 a Jan/ 2021



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil.

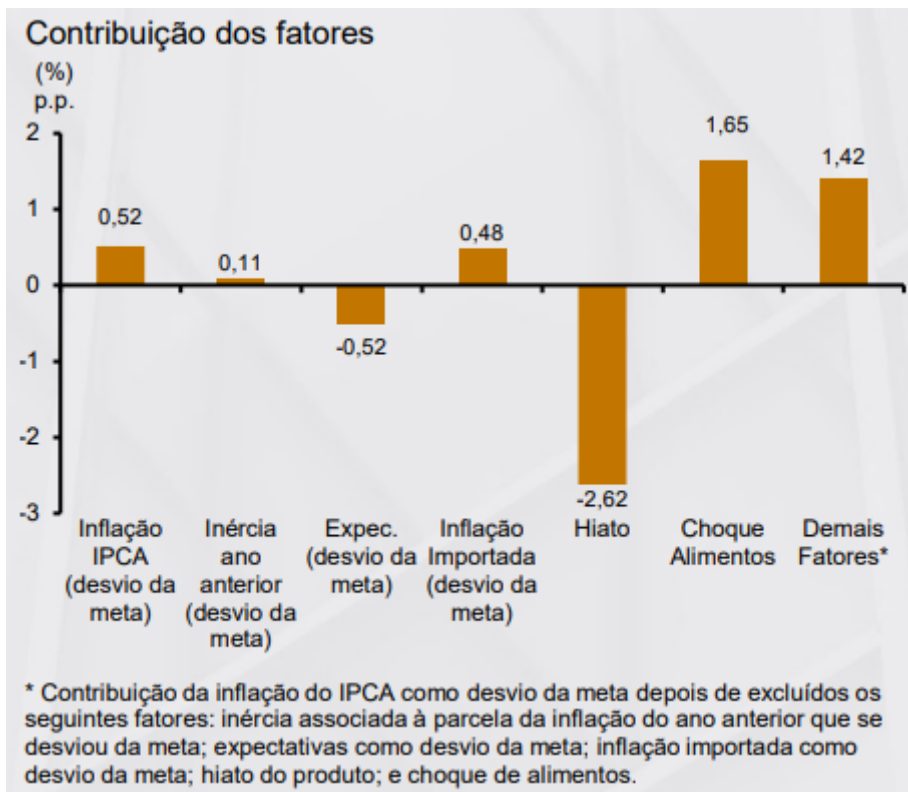
Os dados consolidados de 2020 foram publicados no Relatório de Inflação, pelo Banco Central do Brasil (2021a), onde foi constatado que a inflação de 2020 se encerrou em 4,52%, segundo o segundo o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), um pouco acima da meta estabelecida para 2020, que era de 4%, porém, está dentro do intervalo de tolerância (2,50% a 5,50%). Abaixo segue o gráfico 2 e a Figura 2, que mostram o desempenho da inflação no de 2020 e a decomposição do desvio da meta, respectivamente:

Gráfico 2 – Variação do IPCA no ano de 2020 (em %) – Brasil – Jan/2020 a Dez/ 2020



Fonte: Elaboração própria com dados do IBGE.

Figura 2 – Brasil - Decomposição do desvio da taxa de inflação em relação à meta em 2020.



Fonte: Banco Central do Brasil

Após analisar estes dados, é destacado a grande contribuição do setor de alimentos no aumento dos preços, o que reflete grande parte do atrito que ocorreu durante o primeiro ano de pandemia, sobretudo nos impactos nas cadeias globais de suprimentos e a sua influência nos preços dos alimentos (SOENDERGAARD, 2020).

Pode-se verificar que o Brasil conseguiu conter o avanço desinflacionário causado pela pandemia no primeiro semestre do ano, vale ressaltar que isso só foi possível graças às medidas estimuladoras em sincronia do Banco Central do Brasil com o governo brasileiro. Porém no decorrer do segundo semestre o cenário interno começa a mudar, com uma persistência considerável, mas dentro do tolerável, dos níveis de preços, entretanto ainda é muito cedo para que os estímulos monetários sejam cortados, tendo em vista que a incerteza quanto a desaceleração econômica ainda afeta os agentes econômicos, não só no Brasil, mas no mundo inteiro.

4.2 O ÁPICE DA PANDEMIA (2021)

Nesta seção será abordado o “ápice” do combate a covid-19 e as consequências dos estímulos monetários de 2020. Uma informação importante para destacar é a meta de inflação, decidida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) no ano de 2018, que estabeleceu a meta de inflação para 3,75%, com um limite superior e inferior de 1,5% (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018).

4.2.1 Primeiro semestre

No segundo mês de 2021, o Copom segue surpreendido positivamente com os indicadores do fim do ano de 2020, que mostra que a atividade econômica no Brasil segue um bom ritmo, mesmo com os ventos contrários da pandemia da Covid-19 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021b). É destacado que o primeiro semestre deste ano será um período de análise dos possíveis efeitos do resfriamento dos estímulos do auxílio emergencial.

Segundo o Banco Central do Brasil (2021b), a pesquisa do Focus relatou que as expectativas de inflação para 2021 e 2022 são de 3,4% e 3,5%, respectivamente, bem diferente das projeções do início do ano passado, antes da pandemia. Também é importante pontuar que alguns efeitos dos estímulos monetários começam a surgir na economia, como dito: “[...]medidas de inflação subjacente apresentam-se em níveis acima do intervalo compatível com o cumprimento da meta para a inflação” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021b, p.3), o que causa estranhamento, já que em 2020 o cenário era de desinflação.

Esse aumento dos índices de inflação ocorre principalmente por causa do aumento dos preços das *commodities* internacionais, que impactam diretamente o preço dos alimentos e dos combustíveis, projetando assim as expectativas de inflação para cima, no curto prazo (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021b). O Comitê de Política Monetária afirma que mesmo estando mais duradouro do que o previsto, essa pressão no aumento dos preços, causada por choques externos, segue sendo temporária e eles seguiram monitorando os índices subjacentes de inflação.

No cenário internacional, as principais economias do mundo seguem com estímulos monetários e fiscais, para combater a desaceleração causada pela

pandemia, o que contribui para um cenário favorável a economias emergentes, como explicado no tópico 10:

Com relação ao ambiente internacional, o Comitê avaliou que, por um lado, o surgimento de novas variantes do vírus e a recente discussão sobre “reflação” nos Estados Unidos são, respectivamente, novas fontes de risco para a atividade econômica e para os preços de ativos de países emergentes. **Por outro lado, atuam em direção oposta a implementação de amplos programas de imunização contra a Covid-19, os novos estímulos fiscais em alguns países desenvolvidos e a comunicação dos bancos centrais das principais economias desenvolvidas de que os estímulos monetários terão longa duração. O Comitê concluiu que, por ora, a resultante desse conjunto de fatores é um ambiente favorável às economias emergentes.** (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021b, p.4)

O Banco Central do Brasil (2021b), deixa claro que temos dois pontos de riscos em torno ao cenário de inflação, o primeiro seria a ociosidade da mão de obra, em outras palavras, o desemprego segue persistente, o que faz com que tenha menos dinheiro em circulação, puxando assim os índices de inflação para baixo. Em contrapartida, o prolongamento dos estímulos fiscais contra a pandemia pode acabar elevando os prêmios pelo risco, criando assim uma assimetria sobre o risco de inflação, fazendo com que as projeções estejam em níveis acima do projetado no horizonte relevante.

Uma pauta muito importante na reunião do Copom de janeiro foi “*forward guidance*”, que passou a ser utilizado após a 232ª reunião (agosto de 2020), e servia como uma “bússola” para os estímulos monetários, sendo assim o estímulo só poderia ser reduzido caso as condições não fossem mais atendidas. Segundo o Banco Central do Brasil (2021b), as condições de regime fiscal e expectativa de inflação no longo prazo ancoradas estavam atendidas, porém as projeções da inflação no seu cenário base estavam suficientemente perto da meta de inflação. Logo o comitê decidiu: “[...] interromper o *forward guidance*. Assim, a condução da política monetária passa a seguir a análise usual do balanço de riscos para a inflação prospectiva.” BANCO CENTRAL DO BRASIL (2021b, p.4).

Logo, por consequência, o “*forward guidance*” deixa de existir e a condução da política monetária volta a ser feita através do balanço dos riscos, para a inflação prospectiva, como era feito antes do surgimento dessa nova ferramenta. Também é reforçado pelo Comitê: “[...] O fim do *forward guidance* não implica mecanicamente uma elevação da taxa de juros pois a conjuntura econômica continua a prescrever,

neste momento, estímulo extraordinariamente elevado frente às incertezas quanto à evolução da atividade” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021b, p.5).

Como dito anteriormente na reunião anterior do Comitê, o fim do “*foward guidance*” não resultaria no fim do estímulo monetário (baixa na taxa de juros básica), porém o início de um “freio” nesses estímulos é citado no tópico 15:

Os membros do Copom discutiram o impacto dessa assimetria no balanço de riscos no grau apropriado de estímulo monetário. **Em particular, alguns membros questionaram se ainda seria adequado manter o grau de estímulo extraordinariamente elevado, frente à normalização do funcionamento da economia observada nos últimos meses.** Desde a reunião do Copom de maio de 2020, quando se passou a caracterizar o grau de estímulo monetário desejado como “extraordinário”, observou-se a inversão do choque desinflacionário ocorrido nos primeiros meses do ano, a reversão da trajetória de queda das expectativas de inflação e a redução da ociosidade econômica, aproximando a projeção do cenário básico da meta de inflação no horizonte relevante. **Por conseguinte, esses membros julgam que o Copom deveria considerar o início de um processo de normalização parcial, reduzindo o grau “extraordinário” dos estímulos monetários.** (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021b, p. 5)

Por fim, a reunião de janeiro do Copom, decidiu, por unanimidade, que a taxa básica de juros será mantida em 2% ao ano, segundo o Banco Central do Brasil (2021b-). Isso mostra coerência e alinhamento do Banco Central com as informações passadas nessa e nas últimas reuniões, porém mostra que o ciclo de “estímulo extraordinário” está perto do fim.

Em março, de acordo o Banco Central do Brasil(2021c), começa a se perceber uma modificação no cenário de combate a pandemia, com boas notícias, como o avanço da vacinação da população nos principais países do mundo, porém com os primeiros sintomas dos estímulos monetários e de renda, como auxílio emergencial, surgindo na economia brasileira.

No Brasil o ritmo de recuperação segue mantendo um patamar elevado, superando as expectativas, mesmo com o esfriamento dos estímulos na renda, como citado: “Em relação à atividade econômica brasileira, indicadores recentes, em particular a divulgação do PIB do quarto trimestre, continuaram indicando recuperação consistente da economia, a despeito da redução dos programas de recomposição de renda [...]” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021c, p.3). Porém o comitê segue em cautela quanto aos indicadores, pois as prospecções sobre o ritmo de crescimento seguem incertas em relação ao primeiro e segundo trimestre do ano.

Em paralelo, os indicadores de inflação subjacente seguem em patamares acima do intervalo de cumprimento da meta de inflação (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021c).

Essa persistência de alta nos fatores determinantes de inflação segue persistentes e sendo descritos como “choques temporários” na cadeia produtiva e no aumento do preço dos *commodities* internacionais, o que impacta principalmente os preços dos combustíveis, entretanto agora surge uma nova possível causa da persistência da inflação, um choque de demanda:

O Comitê discutiu ainda que a demora na normalização das cadeias produtivas, pressionando custos de produção e inflação em setores específicos, sugere que há também um choque positivo de demanda atuando. Diversos membros também ressaltaram que as pressões inflacionárias observadas em 2021 podem contaminar as expectativas de inflação para 2022, gerando risco de uma desancoragem das expectativas no horizonte relevante de política monetária. Finalmente, acerca da dinâmica recente da inflação, **o Comitê apontou que, apesar do diagnóstico de que os choques atuais são temporários, o modelo de metas prevalente no país considera a inflação cheia no ano-calendário. Todos esses fatores contribuíram para uma postura mais assertiva na condução da política monetária.** (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021c, p.4)

Os membros do Copom consideram que efeitos heterogêneos em determinados setores da economia foram produzidos pela pandemia e principalmente aos frutos dos programas governamentais de estímulo a renda, o que fez com que setores de bens operasse com baixa ociosidade (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021c).

No setor internacional, os países seguem no início do processo de vacinação da população e permanecem com estímulos monetários, sem previsão para uma diminuição, o que deixa os agentes econômicos em alerta, mudando a precificação dos ativos financeiros, o que deixa o cenário mais incerto para países emergentes:

Com relação ao ambiente internacional, o Comitê avaliou que os avanços na implementação dos programas de imunização contra a Covid-19, os novos estímulos fiscais em alguns países desenvolvidos e a comunicação dos bancos centrais das principais economias de que **os estímulos monetários terão longa duração devem implicar crescimento econômico robusto durante o ano. Contudo, a discussão sobre “reflação” tem causado aumento na volatilidade em alguns mercados. A evolução desse processo de reprecificação de importantes ativos financeiros pode tornar o ambiente para as economias emergentes mais desafiador.** (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021c, p.4)

A elevação dos indicadores da inflação, das expectativas para o horizonte significativo e o fim da necessidade extraordinária dos estímulos fiscais e monetários foram alguns fatores para que o comitê optasse, por unanimidade, pelo aumento de 0,75 pontos percentuais, trazendo pela primeira vez em anos o aumento da taxa básica de juros, que chegou ao patamar de 2,75% ao ano (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021c). Mostrando o seu comprometimento com a transparência da condução da política monetária, o Copom comunicou que a política monetária deve seguir em aumento da taxa básica de juros:

[...] o Comitê avaliou que, para a próxima reunião, seria adequada a continuação do processo de normalização parcial do estímulo monetário com outro ajuste da mesma magnitude. O Copom lembrou que essa visão para a próxima reunião pode ser alterada caso haja uma mudança significativa nas projeções de inflação ou balanço de riscos, já que em última instância a decisão continuará dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos, e das projeções e expectativas de inflação. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021c, p.5)

No Relatório de Inflação de março de 2021, o Banco Central do Brasil deixou claro que diversos fatores estão puxando as expectativas, tanto para baixo quanto para cima, para cima são elas:

“1) inflação observada recentemente maior do que a esperada; 2) revisão das projeções de curto prazo, refletindo as pressões correntes; 3) depreciação cambial; 4) elevação dos preços de commodities, incluindo o preço do petróleo; 5) crescimento das expectativas de inflação da pesquisa Focus; 6) revisão para cima da projeção de itens de preços administrados” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021a, p.55).

No mês de maio de 2021, o Brasil mostra uma recuperação econômica acima do esperado, mesmo com novas ondas da pandemia ocorrendo durante ao redor do mundo:

Em relação à atividade econômica brasileira, indicadores recentes mostram uma evolução mais positiva do que o esperado, apesar de a intensidade da segunda onda da pandemia estar maior do que o antecipado. Prospectivamente, a incerteza sobre o ritmo de crescimento da economia ainda permanece acima da usual, mas aos poucos deve ir retornando à normalidade. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021d, p.3)

Diversas medidas de inflação subjacente estão acima do intervalo compatível com o cumprimento da meta de inflação, também é notado que existem focos de pressão inflacionária como o aumento dos preços dos *commodities*, com exceção do

petróleo, impactando principalmente o setor industrial e alimentício, paralelamente a isso ocorre também o aumento das tarifas de energia elétrica (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021d).

Segundo o Banco Central do Brasil (2021d), foi discutido que o prolongamento das políticas fiscais contra a pandemia pode acabar prejudicando a trajetória fiscal, fazendo com que seja necessário um aumento no prêmio do risco no país, em outras palavras, o aumento da taxa de juros, causando assim uma assimetria altista no balanço de riscos, o que reflete projeções de inflação acima do horizonte relevante para a política monetária.

No cenário internacional, as principais economias mantêm o frenesi de incentivos fiscais e monetários contra a pandemia da Covi-19, porém isso liga um “alerta” no comitê sobre um possível aumento da inflação nos Estados Unidos e suas consequências nas economias globais: “[...]os estímulos monetários terão longa duração devem implicar crescimento econômico robusto durante o ano. Contudo, a discussão sobre “reflação”, em particular sobre o risco de um aumento duradouro da inflação nos Estados Unidos, poderia tornar o ambiente para as economias emergentes mais desafiador” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021d, p.4)

Direcionado para o caminho explícito na última reunião, o comitê decide, por unanimidade, elevar a taxa básica de juros em 0,75 ponto percentual, chegando assim ao patamar de 3,50% ao ano (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021d). A autoridade monetária justifica esse aumento alegando que o balanço de risco assimétrico afeta o grau apropriado de estímulo:

[...] o Copom passou à discussão da implementação da política monetária, considerando não somente o cenário básico como também o balanço de riscos para a inflação. De acordo com o cenário básico, que utiliza a trajetória para a taxa de juros extraída da pesquisa Focus, as projeções de inflação estão levemente inferiores à meta para 2022. **O Comitê ponderou que os riscos fiscais de curto prazo seguem elevados, implicando um viés de alta nessas projeções. Essa assimetria no balanço de riscos afeta o grau apropriado de estímulo monetário, justificando assim uma elevação de juros de 0,75 ponto percentual nesta reunião.** (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021d, p.5)

O Copom faz questão de salientar que está em alerta e analisando os indicadores de atividade econômica e que as próximas reuniões deve continuar o ciclo de alta dos juros, para diminuição do estímulo monetário, mas não descartar a

possibilidade de ter uma elevação maior ou menor do que o esperado para as próximas reuniões, e ainda cita: “O Copom ressalta que essa visão continuará dependendo da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021d, p.5).

No mês de junho, na última ata deste primeiro semestre, segundo o Banco Central do Brasil (2021e), os indicadores econômicos seguem mostrando uma evolução acima do esperado, mesmo com novas ondas da pandemia, isso faz com que as projeções melhorem e o risco de problemas na recuperação econômica sejam diminuídos drasticamente. Falando sobre inflação, os índices de inflação subjacente estão em patamares acima do intervalo da meta de inflação, o que condiz com o visualizado nos indicadores, pois a pressão inflacionária segue persistente, tendo como principais causadores o mercado de bens industriais e a crise energética, como explicado: “[...] a lentidão da normalização nas condições de oferta, a resiliência da demanda e implicações da deterioração do cenário hídrico sobre as tarifas de energia elétrica contribuem para manter a inflação elevada no curto prazo, a despeito da recente apreciação do Real. [...]” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021e, p.3). Portanto, o Comitê segue atento à evolução destes atritos e suas consequências posteriores, além de prosseguir no acompanhamento da evolução das vacinações em todo país.

Outro indicador crucial observado é a ociosidade da economia, que surpreendentemente vem se recuperando da pandemia mais rápido do que o esperado. Ele é de suma importância pois serve para quantificar a quantidade de moeda circulante, o que impacta diretamente na inflação como um todo, como pode se conferir:

Os membros do Copom discutiram a respeito do nível de ociosidade na economia. Embora a ociosidade como um todo evolua rapidamente para retornar ao nível do fim de 2019, o Comitê considera que a pandemia ainda segue produzindo efeitos heterogêneos sobre os setores econômicos, com consequências para a dinâmica recente e prospectiva da inflação. O Copom avalia que os dados de atividade e do mercado de trabalho formal sugerem que a ociosidade da economia como um todo se reduziu mais rapidamente que o previsto, apesar do aumento da taxa de desemprego. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021e, p.4)

No balanço de riscos de inflação, o Copom mostra que existem duas frentes que puxam a inflação: A primeira ocasionado pelo aumento do preço dos

commodities internacionais transacionados em moeda nacional, o que acaba trazendo uma diminuição da trajetória da inflação no cenário base, porém isso não ocorre na outra ponta; O prolongamento dos estímulos fiscais para combater a pandemia segue pressionando a demanda agregada e piorando trajetória fiscal os prêmios por se investir no país passam a ser maiores (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021e). Esse cenário conseguiu ofuscar os indicadores positivos de saúde da dívida pública brasileira “Apesar da melhora recente nos indicadores de sustentabilidade da dívida pública, o risco fiscal elevado segue criando uma assimetria altista no balanço de riscos” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021e, p.3).

No cenário internacional os indicadores de inflação acabam pegando os agentes econômicos de surpresa, com aumentos acima do esperado, o que pode vir a causar grandes problemas se países influentes como os Estados Unidos sentir os efeitos do aumento de preços, como citado no tópico 10 da Ata do Copom:

Com relação ao ambiente internacional, o Comitê avaliou que os estímulos fiscais e monetários estão promovendo crescimento econômico robusto e que as últimas divulgações de inflação surpreenderam em vários países, tanto desenvolvidos quanto emergentes. Para o Comitê, novas discussões sobre o risco de um aumento duradouro da inflação nos Estados Unidos podem tornar o ambiente para as economias emergentes desafiador. O Copom notou que a inflação de bens comercializáveis no Brasil foi superior à observada em vários de seus pares e que esse processo pode se inverter no futuro, criando um novo risco baixista para a inflação. O recente aumento do peso de itens comercializáveis no índice de inflação aumentaria a relevância desse evento. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021e, p.4)

O Banco Central do Brasil (2021e) decidiu, por unanimidade, elevar a taxa de juros novamente em 0,75% ponto percentual, sendo assim a taxa básica de juros passa a ser 4,25% ao ano. Considerando diversas trajetórias inflacionárias, o Comitê informou que caso não haja uma mudança nas condicionantes da inflação, eles terão que fazer subseqüentes aumentos de inflação, com a finalidade de manter um caráter neutro na projeção de inflação no horizonte relevante de análise. Ainda foi comunicado pelo Comitê o compromisso com a transparência e a importância da mesma na trajetória da condução da política monetária e reforça que: “[...] essa visão será sistematicamente reavaliada conforme ocorrem mudanças nos determinantes de inflação ou no balanço de riscos” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021e, p.4).

Outro pilar central do Banco Central que foi pontuado na Ata de junho foi o dever em manter sob controle o nível do aumento de preços, acalmando sempre os agentes econômicos:

Segunda, esclarecer a distinção entre transparência sobre as projeções condicionais e intenções invariantes de política monetária. O compromisso inequívoco do Banco Central é com a convergência da inflação para a meta no horizonte relevante e os passos futuros da política monetária são livremente ajustados com esse objetivo, conforme novas informações se tornam disponíveis. Desse modo, indicações sobre a trajetória futura dos juros, sejam para a próxima reunião ou para o patamar final, são elementos úteis para a compreensão da função de reação da política monetária. As informações obtidas no período entre as reuniões do Copom modificam as hipóteses presentes no cenário básico e no balanço de risco, e naturalmente alteram a trajetória futura dos juros. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021e, p.5)

No fim deste semestre, segundo o Banco Central do Brasil (2021f), o PIB brasileiro cresceu 1,2% no primeiro trimestre de 2021, mostrando que o país segue em ritmo de recuperação e se equiparando aos patamares de 2019, antes da pandemia. Isso ocorreu em grande parte por causa de uma redução no ambiente duvidoso de pandemia da Covid-19 e principalmente pelo fim do auxílio emergencial para pessoas em estado de vulnerabilidade, trazendo assim uma surpresa aos agentes econômicos que tinham expectativas menores se comparado ao último Relatório de Inflação de março.

Analisando rapidamente, podemos perceber que neste primeiro semestre a recuperação da atividade econômica segue em bom ritmo, porém simultaneamente a isso, os índices de inflação seguem persistentes, fazendo com que o Banco Central entre em ação e diminua os estímulos fiscais. É muito importante se atentar ao detalhe de que países como Estados Unidos não utilizaram políticas monetárias ou fiscais para conter a inflação, mesmo com índices de inflação vindo acima do esperado, o que mostra que o Brasil segue tendo um tempo de resposta melhor que outras economias.

4.2.2 Segundo semestre

O segundo semestre não começou muito otimista, no mês de agosto do Comitê encontrou um cenário semelhante ao das reuniões passadas, uma inflação

persistente com indicadores mostrando um caminho ainda mais desfavorável para o controle inflacionário, destacando-se como surpresa nos indicadores dos setores de serviço, além do setor de bens industriais, ocasionando um aumento nos núcleos de inflação (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021g). Além destes fatores, outros são importantes de serem mencionados, como o aumento da bandeira tarifária de energia e o aumento de preço dos bens de alimentos, ambos causados pelos efeitos climáticos desfavoráveis e que intensificam a pressão inflacionária no curto prazo.

O Banco Central do Brasil (2021g), a atividade econômica brasileira apresenta uma boa evolução na sua performance, dentro das expectativas do comitê, que espera uma retomada no segundo semestre, os índices de ociosidade TAMBÉM continuam nos mesmos patamares dos últimos meses. Porém os indicadores de inflação subjacente estão acima do permitido para o cumprimento da meta de inflação, pode-se perceber que esta situação perdura desde o início do ano de 2021, o que gera incerteza se a meta poderá ser de fato cumprida ou não.

Ainda sobre o ritmo da retomada da atividade econômica, o Banco Central reitera que o quão grande será essa retomada, que está diretamente ligada ao avanço da vacinação contra a covid-19, como citado:

[...] Comitê, o segundo semestre do ano deve mostrar uma retomada robusta da atividade, na medida em que os efeitos da vacinação sejam sentidos de forma mais abrangente. O Comitê notou que a mediana das projeções de crescimento, segundo a pesquisa Focus, está sensivelmente mais otimista do que as do seu cenário básico e ponderou se as dificuldades relacionadas à dessazonalização das séries devido ao choque da pandemia explicariam essa divergência. (BANCO CENTRAL BRASIL, 2021g, p.4)

Após a análise do balanço de risco da inflação, o Banco Central expõe que o principal causador da pressão inflacionária é o prolongamento dos estímulos fiscais de resposta à pandemia, que apertam a demanda agregada e piora a trajetória fiscal junto ao aumento do prêmio pelo risco no país, como ilustrado “[...] o risco fiscal elevado segue criando uma assimetria altista no balanço de riscos, ou seja, com trajetórias para a inflação acima do projetado no horizonte relevante para a política monetária.” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021g, p.3)

No cenário internacional, o ambiente é desafiador para as economias emergentes, levado principalmente pelo aumento da inflação nos Estados Unidos, como citado:

Com relação ao ambiente internacional, o Comitê avaliou que os estímulos fiscais e monetários estão promovendo crescimento robusto e que, daqui para frente, a dinâmica da inflação nas economias centrais e emergentes deve depender crescentemente dos canais de demanda. **Nesse contexto, novas discussões sobre o risco de um aumento duradouro da inflação nos Estados Unidos e a consequente reprecificação nos mercados financeiros podem tornar o ambiente para as economias emergentes desafiador.** (BANCO CENTRAL BRASIL, 2021g, p.4)

Seguindo o esboço das últimas reuniões do Copom, caso os indicadores condicionantes de inflação não diminuam, será preciso aumentar subsequentes da taxa de juros, sem interrupções até termos medidas de projeções no limite aceitável da meta de inflação. Como isso não ocorreu de junho para agosto, o Banco Central do Brasil decidiu, por unanimidade, elevar em 1,00% ponto percentual a taxa básica de juros, chegando ao patamar de 5,25%, mostrando transparência na condução da política monetária, mesmo que decisões difíceis estejam sendo tomadas, como citado no tópico 18 da Ata do Copom:

Considerando o cenário básico, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa básica de juros em 1,00 ponto percentual, para 5,25% a.a. O Comitê entende que essa decisão reflete seu cenário básico e um balanço de riscos de variância maior do que a usual para a inflação prospectiva e é compatível com a convergência da inflação para as metas no horizonte relevante, que inclui o ano-calendário de 2022 e, em grau menor, o de 2023. Esse ajuste também reflete a percepção do Comitê de que a piora recente em componentes inerciais dos índices de preços, em meio à reabertura do setor de serviços, poderia provocar uma deterioração adicional das expectativas de inflação. **O Copom considera que, neste momento, a estratégia de ser mais tempestivo no ajuste da política monetária é a mais apropriada para garantir a ancoragem das expectativas de inflação. Sem prejuízo de seu objetivo fundamental de assegurar a estabilidade de preços, essa decisão também implica suavização das flutuações do nível de atividade econômica e fomento do pleno emprego.** (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021g, p.5, grifos nossos)

Finalizando a reunião de agosto, o Banco Central do Brasil (2021g) deixa registrado que na próxima reunião deverá ocorrer um aumento da taxa básica de juros na mesma magnitude, porém também deixa em aberto para um possível aumento acima de 1,00% ponto percentual, de acordo com atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de aumento de preços no horizonte relevante da política monetária.

Em setembro, o Banco Central do Brasil (2021h) pontuou que os índices de inflação subjacente seguem em intervalos acima do compatível com a meta de

inflação, com fontes inflacionárias em diversas frentes, como a inflação ao consumidor e aos bens industriais, além de pressões causadas pela volatilidade de preços dos alimentos, combustível e energia elétrica:

A inflação ao consumidor segue elevada. A alta nos preços dos bens industriais – decorrente de repasses de custos, das restrições de oferta e do redirecionamento da demanda em direção a bens – ainda não arrefeceu e deve persistir no curto prazo. Ademais, nos últimos meses os preços dos serviços cresceram a taxas mais elevadas, refletindo a gradual normalização da atividade no setor, dinâmica que já era esperada. **Adicionalmente, persistem as pressões sobre componentes voláteis como alimentos, combustíveis e, especialmente, energia elétrica, que refletem fatores como câmbio, preços de commodities e condições climáticas desfavoráveis.** (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021h, p.3, grifo nosso)

A atividade econômica do Brasil segue um bom desempenho, agora com os dados do PIB do segundo trimestre, que mostra uma recuperação robusta de crescimento econômico no decorrer dos últimos meses (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021h). O Comitê também analisou o progresso do emprego, averiguando o recuo da taxa de desocupação junto ao crescimento da força de trabalho e da população ocupada, mostrando que o mercado de trabalho segue em recuperação, a passos modestos, pois os níveis das variáveis, que segue abaixo dos apresentados na pandemia, sugerem um hiato remanescente no mercado de trabalho.

Os resultados do PIB do último trimestre vieram acima do esperado, o que acalma os agentes econômicos do quesito de medo de um recesso econômico, o comitê ainda afirma que o crescimento da economia brasileira será beneficiado por três frentes:

- a) recuperação do mercado de trabalho;
- b) recuperação se setores não ligados a negócios, como indústria e agropecuária;
- c) normalização do estado de calamidade causado pelo covid-19.

Como foi citado no tópico 11 da reunião do Copom:

Os membros do Copom discutiram a evolução da atividade econômica doméstica à luz dos indicadores e informações disponíveis. Ao resultado do PIB do segundo trimestre ligeiramente melhor que o esperado, seguiram-se divulgações de alta frequência marginalmente mais negativas, ainda que evoluindo favoravelmente. Parte dessas revisões decorre de uma

antecipação do crescimento esperado para alguns dos setores mais atingidos pela pandemia; outra parte deriva da menor produção industrial decorrente da manutenção de dificuldades nas cadeias de suprimentos. **O Comitê manteve a visão de uma retomada robusta da atividade no segundo semestre, na medida em que os efeitos da vacinação sejam sentidos de forma mais abrangente. Para 2022, o Copom considera que o crescimento da economia será beneficiado por três fatores. Primeiro, pela continuação da recuperação do mercado de trabalho e do setor de serviços, mesmo que em menor intensidade do que se antecipava anteriormente; segundo, pelo desempenho de setores menos ligados ao ciclo de negócios, como agropecuária e indústria extrativa; e, terceiro, por resquícios do processo de normalização da economia conforme a crise sanitária arrefece.** (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021h, p.4, grifo nosso)

No ambiente internacional o panorama não segue muito otimista, dois fatores se destacam como obstáculos ao crescimento das economias emergentes, são eles: a diminuição do crescimento das nações asiáticas, causado pelo aumento das variantes do vírus da covid-19; O aperto monetário na maioria das economias emergentes, tendo em vista o aumento inesperado da inflação (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021h). Porém os estímulos monetários e a reabertura das grandes economias e o prolongamento dos estímulos monetários são fatores que favorecem o cenário para o Brasil, porém o Copom segue de olhos nos índices de aumento de preços das economias desenvolvidas, como citado: “[...] O Comitê mantém a avaliação de que questionamentos dos mercados a respeito dos riscos inflacionários nas economias avançadas podem tornar o ambiente desafiador para países emergentes” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021h, p.4).

Antes de tomar a decisão do aumento da taxa básica de juros, o Banco Central do Brasil(2021h) avaliou os prós e contras de se acelerar o ritmo da elevação da taxa de juros, onde foi enumerado dois pontos muito importantes, são eles: A condição do ciclo de ajuste é caracterizado por um aspecto contracionista na condução da política monetária, o que pode ser confirmado quando é analisado as expectativas da taxa de juros e da inflação no horizonte relevante para o comprimento da meta; As simulações dos caminhos da elevação dos juros segue um ritmo suficiente para atingir o patamar contracionista e garantir o redirecionamento da inflação para dentro da meta. Sendo assim o Copom entrou em acordo que o atual ritmo segue sendo eficaz:

O Copom concluiu que, neste momento, a manutenção do atual ritmo de ajuste associada ao aumento da magnitude do ciclo de ajuste da política

monetária para patamar significativamente contracionista é a estratégia mais apropriada para assegurar a convergência da inflação para as metas de 2022 e 2023. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021h, p.5).

Por fim, o comitê decidiu, por unanimidade, que o Banco Central do Brasil irá elevar a taxa básica de juros em 1,00% ponto percentual, chegando ao patamar de 6,25% ao ano, ressaltando que esse aumento representa o balanço de riscos de variância maior do que o comum, sendo compatível com o reajuste da inflação para dentro da meta no horizonte relevante de 2022 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021h). Ainda foi pontuado que para a próxima reunião, é previsto um aumento de mesma magnitude, porém ainda deixa em aberto um aumento ainda maior, de acordo com o andar dos principais indicadores de inflação.

Seguindo a mesma linha de pensamento da Ata do Copom do mês de setembro, o Relatório de Inflação do mesmo mês não vê com um olhar otimista a evolução do aumento dos preços:

A pressão sobre os preços deve continuar se revelando intensa e disseminada. O choque sobre preços de bens industriais não deve se dissipar no curto prazo, como sugerem indicadores recentes de preços ao produtor e a continuidade dos gargalos nas cadeias de produção que afetam alguns segmentos. Ao mesmo tempo, os preços de serviços devem continuar em trajetória de normalização, em linha com a recuperação da demanda no setor. **Assim, as medidas de inflação subjacente devem se manter em patamar elevado nesse horizonte.** Adicionalmente, também se espera alta significativa em preços de alimentos e preços administrados, destacando-se a forte alta nas tarifas de energia que decorre do acionamento da bandeira tarifária “escassez hídrica”. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021i, p.65, grifos nossos)

No mês de outubro os dados não trazem notícias tão animadoras quando o assunto é a atividade econômica. Os indicadores de produção industrial vieram negativos e abaixo do esperado, porém o setor de serviço segue tendo um bom ritmo de recuperação, lembrando que este setor foi o mais atingido pela pandemia. O Banco Central do Brasil (2021j) também relatou que analisou novamente os dados econômicos e espera uma retomada mais modesta e concentrada no setor de serviços neste segundo semestre, essa reavaliação mostra os efeitos das limitações na oferta de insumos nas cadeias produtivas, que deve permanecer nesses patamares até o próximo ano.

Como a inflação segue mais persistente do que o esperado, ocorreram diversos eventos entre reuniões que deixaram o panorama econômico mais

desafiador para o Brasil e a sua condução da política monetária, não só para o ano de 2021, mas para de 2022 também:

A inflação ao consumidor segue elevada e tem se mostrado mais persistente que o antecipado. A alta dos preços está mais disseminada e abrange também componentes mais associados à inflação subjacente. A alta nos preços dos bens industriais ainda não arrefeceu e deve persistir no curto prazo, enquanto a inflação de serviços acelerou, refletindo a gradual normalização da atividade no setor, dinâmica que já era esperada. **Além desses desenvolvimentos, desde a última reunião houve alta substancial dos preços internacionais de commodities energéticas, cujo impacto inflacionário é amplificado pela depreciação do real, sendo essa combinação o fator preponderante para a elevação das projeções de inflação do Comitê tanto para 2021 quanto para 2022.** (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021i, p.65, grifos nossos)

O risco em torno do cenário básico para a inflação, analisado pelo Banco Central do Brasil (2021j), mostra uma preocupação com os novos prolongamentos dos estímulos fiscais contra a disseminação do covid-19, o que pressiona ainda mais a demanda agregada e piora a trajetória fiscal, podendo assim elevar o prêmio ao risco no país. É ressaltado também que mesmo com o desempenho positivo da saúde das contas públicas, há possibilidade de que a inflação fique de fora da meta de inflação estabelecida, em paralelo houveram o surgimento de dúvidas em relação ao futuro do arcabouço fiscal, o que acabou elevando o prêmio pelo risco e pressionaram atritos na ancoragem das expectativas, como explicado: “[...] Esses questionamentos também elevaram o risco de desancoragem das expectativas de inflação, aumentando a assimetria altista no balanço de riscos” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021j, p.4).

Sendo assim, o Comitê decidiu, por unanimidade, elevar a taxa básica de juros em 1,5% ponto percentual, chegando ao patamar de 7,75% ao ano, refletindo o caráter pessimista da reunião, com diversos sintomas atingindo a saúde do controle inflacionário no país, mas garantiu que esse aumento está alinhado com o seu objetivo fundamental de garantir o controle da estabilidade de preços, tentando conduzir a taxa de inflação para dentro do limite aceitável da meta estabelecida no horizonte relevante (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021j). Também foi estudado a possibilidade de um aumento maior que 1,5%, porém a decisão foi mantida:

O Comitê avaliou, inclusive, cenários com ritmos de ajuste maiores do que 1,50 ponto percentual. Prevaleceu, no entanto, a visão de que trajetórias de aperto da política monetária com passos de 1,50 ponto percentual,

considerando taxas terminais diferentes, são consistentes, neste momento, com a convergência da inflação para a meta em 2022, mesmo considerando a atual assimetria no balanço de riscos. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021j, p.4)

O Copom deixou claro também, que para a próxima e última reunião do ano, é previsto outro aumento de mesma magnitude, mas ressalta que os próximos passos das ações do Banco Central irão depender do resultado dos indicadores dos meses seguintes e que o cumprimento da meta está relacionado diretamente a 3 fatores muito importantes: Atividade econômica; Balanço de riscos; E das projeções e expectativas de inflação para o horizonte relevante da política monetária (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021j).

No mês de dezembro o Banco Central do Brasil (2021k) começa a reunião do Copom falando sobre o nível de atividade econômica no Brasil, conforme os dados do último trimestre, o resultado do PIB veio abaixo do esperado, porém o ritmo de recuperação segue robusto, principalmente os setores mais atingidos pela pandemia da Covid-19. Com os consecutivos aumentos da taxa de juros e o agravamento das condições financeiras seguem freando a atividade econômica, porém o comitê crê que o crescimento será beneficiado pela retomada dos setores do agronegócio e pelo processo de recuperação da economia conforme a crise sanitária arrefece (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021k)

O cenário inflacionário não segue animador, os indicadores mostram que não há indicações de uma redução da inflação no curto prazo, mesmo com a diminuição dos preços dos *commodities* energéticos:

A inflação ao consumidor segue elevada, com alta disseminada entre vários componentes, e tem se mostrado mais persistente que o antecipado. A alta nos preços dos bens industriais ainda não arrefeceu e deve persistir no curto prazo, enquanto a inflação de serviços acelerou, refletindo a gradual normalização da atividade no setor, dinâmica que já era esperada. As leituras recentes vieram acima do esperado e a surpresa ocorreu tanto nos componentes mais voláteis como nos mais associados à inflação subjacente. Prospectivamente, a queda significativa dos preços internacionais de commodities energéticas, que têm exibido volatilidade substancial, limitou a revisão para cima das projeções de curto prazo. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021k, p.3)

De acordo o Banco Central do Brasil (2021k) os indicadores de inflação subjacente estão acima do intervalo conciliável com o cumprimento da meta de

inflação, mostrando que as expectativas para 2021 estão em 10,2%, bem acima da meta.

No cenário internacional o panorama segue não favorável para o Brasil e os países emergentes, com aumento da incerteza principalmente com a persistência da pressão inflacionária: “No cenário externo, o ambiente se tornou menos favorável. Alguns bancos centrais das principais economias expressaram claramente a necessidade de cautela frente à maior persistência da inflação[...]” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021k, p.3). Questões na China também aumentam a preocupação com a superação da pandemia, pois com a chegada do inverno pode estimular a propagação da variante Ômicron da Covid-19, junto a isso uma crise imobiliária chinesa que também não anima os agentes econômicos.

Na reunião foi discutido o balanço de riscos em torno do cenário básico para a inflação, levando em conta os fatores de assimetria, que tiveram como protagonistas negativos os preços mais elevados das *commodities*, o prolongamento dos estímulos fiscais de resposta à pandemia, e como protagonista positivo o desempenho da saúde pública, porém este último não será capaz de conter o avanço dos preços:

[...] O Comitê avalia que questionamentos em relação ao arcabouço fiscal elevam o risco de desancoragem das expectativas de inflação, mantendo a assimetria altista no balanço de riscos. Isso implica maior probabilidade de trajetórias para inflação acima do projetado de acordo com o cenário básico” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021k, p.4).

Junto a essas informações, o Copom afirma que deverá aplicar medidas contracionistas maiores do que as utilizadas em todo o horizonte relevante:

Quanto ao balanço de riscos, o Comitê ponderou que o risco de desancoragem das expectativas para prazos mais longos, derivado dos desenvolvimentos no cenário fiscal, indica que há viés altista para as projeções do seu cenário básico. Como consequência, o Copom avaliou que, considerado esse viés devido à assimetria de riscos, suas projeções se encontram acima da meta tanto para 2022 como para 2023. **Diante desse resultado, o Copom concluiu que o ciclo de aperto monetário deverá ser mais contracionista do que o utilizado no cenário básico por todo o horizonte relevante.** (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2021k, p.4, grifo nosso)

O último encontro do comitê no ano foi marcado por uma elevação no grau do aperto monetário de aumento de 1,00% para 1,50% ponto percentual, para conter o

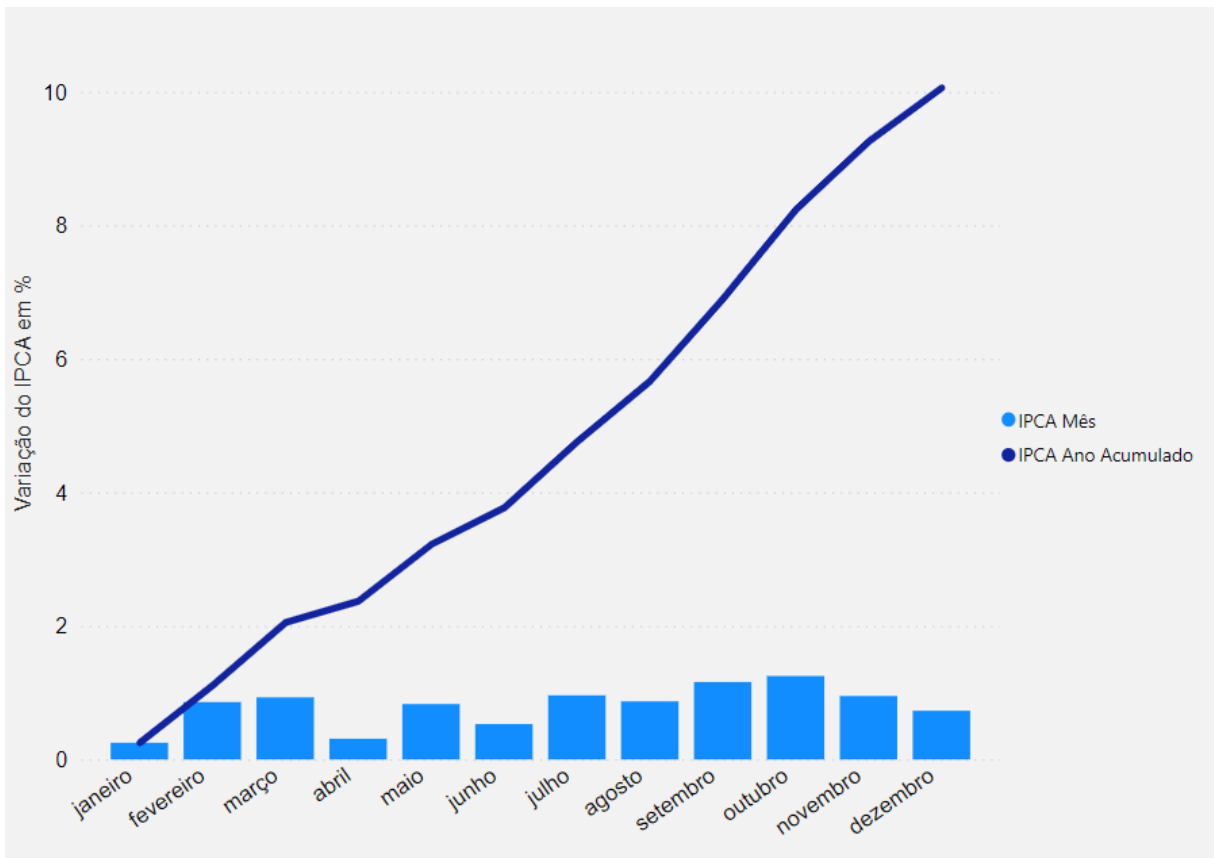
avanço inflacionário no horizonte relevante de tempo e consolidar a ancoragem das expectativas no longo prazo. Sendo assim, o Banco Central do Brasil (2021k) decidiu, por unanimidade, elevar a taxa básica de juros para 9,25% ao ano, ressaltando ainda que para as próximas reuniões, estão previstos aumentos de mesma magnitude, podendo ser alterado mediante o desempenho dos indicadores de atividade econômica e inflação.

O Relatório de Inflação de dezembro pontuou os principais focos inflacionários que surpreenderam no último trimestre, principalmente o aumento dos preços dos combustíveis, que impactam diretamente na cadeia produtiva:

A principal contribuição para a surpresa inflacionária no trimestre está relacionada ao preço dos combustíveis, refletindo piora de fatores condicionantes. O real se depreciou e os preços do petróleo e do etanol apresentaram forte elevação em relação às trajetórias consideradas no cenário-base do Relatório anterior.⁴⁷ As surpresas inflacionárias, todavia, foram disseminadas e estiveram presentes também nos componentes mais associados à inflação subjacente. Em particular, destaca-se a variação de preços dos bens industriais ex-etanol, que não só se manteve elevada como avançou em relação ao trimestre anterior. Por fim, também merecem destaque a maior elevação dos preços de passagem aérea e a alta maior dos preços de alimentos in-natura. (Banco Central do Brasil, 2021, p. 62,)

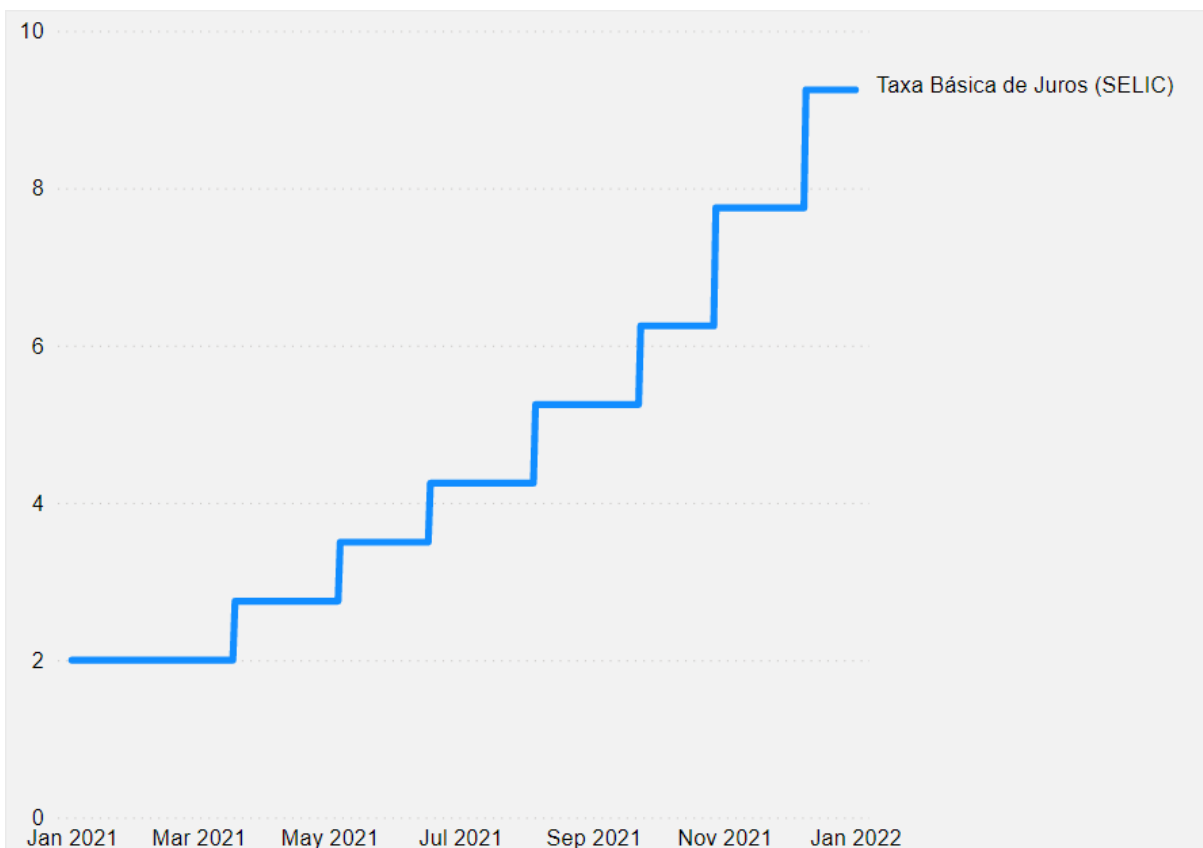
No mês de janeiro de 2022, embora não seja o período dessa seção, o Presidente do Banco Central do Brasil publicou uma Carta Aberta ao Ministro de Estado da Economia, explicando a inflação acima do limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2021 (BANCO CENTRAL DO BRASIL 2022a). Ainda nesta carta, foi informado que a taxa de inflação, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) alcançou 10,06%, ficando assim acima do limite superior do intervalo da meta de inflação, que era de 3,75% ao ano (com uma tolerância de 1,5 ponto percentual, conforme estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) por meio da Resolução nº 4.671, de 26 de junho de 2018) (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018). Para fins de visualização, segue abaixo os gráficos 3 e 4 que ilustram o crescimento da inflação durante o período de 2021 e o desempenho da taxa básica de juros, respectivamente:

Gráfico 3 – Variação do IPCA no ano de 2021 (em %) – Brasil – Jan/2021 a Dez/ 2021



Fonte: Elaboração própria com dados do IBGE

Gráfico 4 – Taxa de juros – Brasil – Meta Selic definida pelo Copom – Jan/2021 a Jan/ 2022



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil

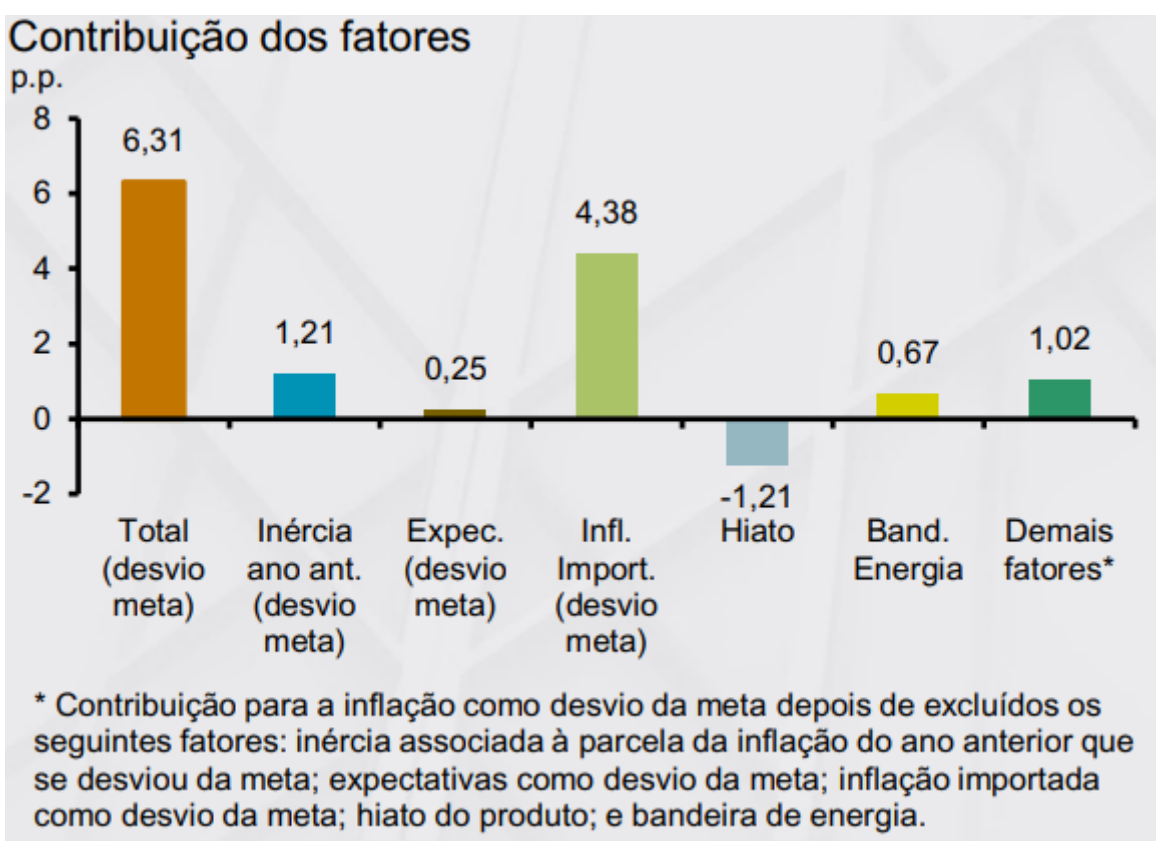
O principal motivo do descumprimento da meta foram alguns focos de pressão inflacionário, como o aumento do preço dos commodities, crise energética e o desequilíbrio entre oferta e demanda de insumos e gargalos nas cadeias produtivas por causa da pandemia da Covid-19, levando em consideração também os estímulos monetários, como mencionado:

Os principais fatores que levaram a inflação em 2021 a ultrapassar o limite superior de tolerância foram os seguintes: i. forte elevação dos preços de bens transacionáveis em moeda local, em especial os preços de commodities; ii. bandeira de energia elétrica de escassez hídrica; e iii. desequilíbrios entre demanda e oferta de insumos, e gargalos nas cadeias produtivas globais. As pressões sobre os preços de commodities e nas cadeias produtivas globais refletem as mudanças no padrão de consumo causadas pela pandemia, com parcela proporcionalmente maior da demanda direcionada para bens e impulsionada por políticas expansionistas. Esses desenvolvimentos, que ocorreram em nível global, geraram excesso de demanda em relação à oferta de curto prazo de diversos bens, causando um desequilíbrio que, em diversos países e setores, foi exacerbado por falta de mão-de-obra, problemas logísticos e gargalos de produção. De fato, a aceleração significativa da inflação em

2021 para níveis superiores às metas foi um fenômeno global, atingindo a maioria dos países avançados e emergentes. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022a, p.3)

Esse pronunciamento condiz com o que ocorreu ao longo do ano no cenário brasileiro, que saía de um período de bastante estímulo monetário e fiscal por causa da pandemia da Covid-19, porém como já previsto no ano passado, os efeitos sobre a inflação seriam sentidos, bastava-se somente entender o quão grande seria esse impacto. Pode-se verificar os fatores que fizeram com que houvesse o desvio da meta na figura 3 abaixo:

Figura 3 – Decomposição do desvio da taxa de inflação em relação à meta em 2021



Fonte: Banco Central do Brasil, Carta Aberta do Presidente do Banco Central do Brasil, p.4

O que também faz sentido com o que foi apresentado e enfrentado durante o ano, a Inflação importada apresentou uma grande contribuição para o desvio da inflação, sendo o principal causador o aumento dos preços das commodities, medidos pelo Índice de *Commodities* – Brasil (IC-Br) em dólares e pela cotação de petróleo, que afeta diretamente a cadeia produtiva (BANCO CENTRAL DO BRASIL,

2022a). Analisando o gráfico 4 da evolução da taxa de juros, pode-se verificar que temos um período de estabilização da taxa de juros até o mês de março e após isso o Banco Central do Brasil começa tratar da diminuição dos estímulos monetários para assim administrar avanço da taxa de inflação. Destaca-se a rapidez com que a autoridade monetária começa a tomar uma postura mais contracionista, elevando a taxa de juros à medida que as pressões inflacionárias se mostraram mais persistentes do que o esperado. Pontuando também que essa pressão inflacionária não ocorreu somente no Brasil, mas em grande parte dos países, tanto desenvolvidos quanto emergentes.

O Relatório de Inflação de março de 2022 também sintetizou o tamanho do impacto dos *commodities* no ano de 2021:

Sucessivos choques de oferta atingiram a economia brasileira em 2021. A escassez de chuvas afetou a produção de energia elétrica e alimentos, aumentando seus preços domésticos. Além disso, houve altas nos preços internacionais de commodities energéticas e escassez de alguns insumos industriais em escala global, que podem ser caracterizados como choques de oferta do ponto de vista da economia doméstica. Sob uma perspectiva global, esses dois fenômenos decorrem tanto de aumento da demanda, em cenário de políticas expansionistas para mitigar os efeitos da pandemia, como de limitações de oferta, decorrentes tanto dos desdobramentos da crise sanitária quanto de limitações à expansão de produção no curto prazo. A alta de preços associada a esses choques de oferta pode ter impactos negativos sobre o consumo das famílias, através da diminuição de seu poder de compra real e da substituição por produtos mais acessíveis. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022b, p.41)

Por fim, conclui-se que o Banco Central do Brasil, dentro do possível, agiu com responsabilidade e transparência, respondendo metodicamente ao avanço dos preços no país, porém existem fatores que estão fora do controle da autoridade monetária, como choques de oferta, aumento dos preços dos commodities e crises energéticas. Portanto, dentro do que é tangível em território nacional, como controle das expectativas, ancoragem em horizontes relevantes e diminuição do estímulo monetária, foram conduzidas e trabalhadas de forma coerente durante o ano e principalmente, reafirmando que o principal objetivo do Banco Central do Brasil é garantir o controle de preços e que todas as medidas são tomadas visando o cumprimento do Regime de Metas de Inflação.

4.3 O DECLÍNIO DA PANDEMIA (2022)

Nesta seção será abordado o último ano do estudo, mostrando uma retomada gradual das atividades econômicas e a consolidação da vacinação de grande parte da população mundial. Neste ano, a meta de inflação fixada foi de 3,5% ao ano, com uma tolerância de 1,5 ponto percentual para cima e para baixo (5% e 2% ao ano, respectivamente) (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019b).

4.3.1 Primeiro semestre

O ano de 2022 começa como terminou o ano anterior, com diversos focos de pressões inflacionárias, não só na economia brasileira, mas também em países desenvolvidos como os Estados Unidos, que está sofrendo com o aumento do aperto monetário e isso acaba deixando o cenário ainda menos favorável para os países como Brasil (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022c). Outros fatores que também contribuem para este cenário são as novas ondas da Covid-19 que aumentam a incerteza em relação à retomada da atividade econômica e o novo aumento do preço dos commodities.

A atividade econômica brasileira teve índices acima do esperado, mostrando uma recuperação consistente no último trimestre de 2021, porém a inflação para o consumidor permanece elevada e mostrando uma persistência maior do que o programado principalmente nos setores industriais e de serviço: “A alta nos preços dos bens industriais não arrefeceu e deve persistir no curto prazo, enquanto a inflação de serviços acelerou, ainda refletindo a gradual normalização da atividade no setor” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022c, p.3). As medidas de inflação subjacente se mostram acima do intervalo compatível com o cumprimento da meta de inflação. Segundo o grupo Focus, as expectativas de inflação para 2022 são de 5,4% ao ano (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022c).

Embora o aumento e persistência dos choques na economia, o COPOM aponta que a atividade do setor do agronegócio conseguirá auxiliar na retomada do crescimento econômico:

Para 2022, se por um lado a elevação dos prêmios de risco e o aperto mais intenso das condições financeiras atuam desestimulando a atividade

econômica, por outro, o Copom segue avaliando que o crescimento tende a ser beneficiado pelo desempenho da agropecuária e pelo processo remanescente de normalização da economia – particularmente no setor de serviços e no mercado de trabalho. Entretanto, os índices de confiança divulgados desde a última reunião seguem mostrando deterioração, e desenvolvimentos climáticos afetaram as projeções de importantes culturas agrícolas. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022c, p.3)

Conforme o Banco Central do Brasil (2022c), o balanço de risco referente ao cenário de Inflação segue os mesmos moldes das últimas reuniões, embora a saúde das contas públicas esteja tendo um bom desempenho, a incerteza quanto ao arcabouço fiscal segue sendo um grande problema pois pode desancorar as expectativas de inflação para além do horizonte relevante, causando assim assimetria no balanço de risco e fazendo com que a inflação se encontre acima na meta. Junto a isso, o COPOM discutiu a condução da política monetária e concluiu que os próximos avanços da taxa de juros deve ser mais incisivos:

Quanto ao balanço de riscos, o Comitê ponderou que o risco de desancoragem das expectativas para prazos mais longos, derivado dos desenvolvimentos no cenário fiscal, mantém o viés altista para as projeções do seu cenário de referência. Como consequência, o Copom avaliou que, considerado esse viés devido à assimetria de riscos, suas projeções se encontram acima da meta tanto para 2022 como para 2023. Diante desse resultado, novamente o Copom concluiu que o ciclo de aperto monetário deverá ser mais contracionista do que o utilizado no cenário de referência ao longo do horizonte relevante. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022c, p.4)

Porém o Comitê pontua que o processo de reajustes e reformas são essenciais para que o Brasil possa desfrutar de um desenvolvimento econômico sustentável, porém ainda sim é preciso ficar atento aos efeitos dessas mudanças, pois elas podem acabar tendo efeitos contrários ao esperado, como explicado: “[...] mesmo políticas fiscais que tenham efeitos baixistas sobre a inflação no curto prazo podem causar deterioração nos prêmios de risco, aumento das expectativas de inflação e, conseqüentemente, um efeito altista na inflação prospectiva” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022c, p.4)

O Banco Central do Brasil (2022c) analisou as estratégias e entenderam que a medida mais apropriada seria um aumento de 1,5% ponto percentual, seguido de ajuste menores nas reuniões subsequentes, de acordo com o desempenho da inflação nos próximos meses, tudo isso para que o nível de preços se mantenha no limite compatível com o cumprimento da meta de inflação. Sendo assim, o Comitê

decidiu, por unanimidade, um aumento de 1,5% ponto percentual, com isso a taxa básica de juros chega ao patamar de 10,75% ao ano e ainda reforça que esta decisão não causa prejuízos ao seu objetivo fundamental, que é assegurar a estabilidade de preços e fomentar a atividade econômica e o pleno emprego.

Portanto, os próximos passos da política monetária irão depender do nível de atividade econômica e do balanço de riscos para inflação, como lembrado pelo Comitê:

Em relação aos seus próximos passos, o Comitê antevê como mais adequada, neste momento, a redução do ritmo de ajuste da taxa básica de juros. Essa sinalização reflete o estágio do ciclo de aperto, cujos efeitos cumulativos se manifestarão ao longo do horizonte relevante. O Copom enfatiza que os passos futuros da política monetária poderão ser ajustados para assegurar a convergência da inflação para suas metas, e dependerão da evolução da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação para o horizonte relevante da política monetária. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022c, p.5)

Em março ocorreu a 245ª reunião do Copom, segundo o Banco Central do Brasil (2022d), o cenário se deteriorou desde a última reunião, principalmente por causa da guerra entre Rússia e Ucrânia, elevando assim a incerteza em torno do cenário econômico mundial. Esse atrito causou choques de oferta que podem potencializar as pressões consecutivas de preços que estavam afetando todos os países, tanto emergentes quanto desenvolvidos, destacando-se o aumento relevante no aumento dos preços dos *commodities*, principalmente os energéticos.

Ainda sobre o conflito na Europa, ele causou mudanças nas organizações econômicas e estas mudanças podem acabar por agravar o efeito inflacionário, como explicado:

A reorganização das cadeias de produção globais, com a criação de redundâncias na produção e no suprimento de insumos e mudança no tratamento dos estoques de bens (no sentido de se deter maiores estoques), ganhou novo impulso com o conflito na Europa e as sanções aplicadas à Rússia. Na visão do Comitê, esses desenvolvimentos podem ter consequências de longo prazo e se traduzir em pressões inflacionárias mais prolongadas na produção global de bens. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022d, p.3)

O PIB do último trimestre teve os dados consolidados e surpreendeu as expectativas, mostrando uma leve ascensão de alguns setores, principalmente de comércio e serviços, o que não ocorreu com o setor industrial, que acabou tendo

uma pequena retração no mesmo período. Também foi visto uma recuperação considerável nos indicadores do mercado de trabalho e de emprego no último trimestre de 2021 e em janeiro de 2022 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022d). Em contrapartida, não houve surpresas ou mudanças em relação à inflação, entre as reuniões, em que se segue com um aumento dos preços aos consumidores e em setores chaves como o de serviços e industrial.

Mesmo com a economia possuindo um aumento na atividade econômica e não apresentando aumento expressivo nos índices de inflação, ainda sim as expectativas de inflação para o final do aumentaram “As expectativas de inflação para 2022 e 2023 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 6,4% e 3,7%, respectivamente” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022d, p.3), isso ocorreu devido ao atrito em Rússia e Ucrânia e o seu impacto nas cadeias globais e no preço das *commodities* energéticos. Um fator que sustenta isto é a alteração na projeção da inflação levando em conta o aumento dos preços do petróleo:

O Copom avaliou, especificamente, o impacto sobre suas projeções da hipótese para a trajetória de preços do petróleo. Na sua hipótese usual, o preço do barril parte de valores em torno de USD 118 em março e se eleva para cerca de USD 121 no fim de 2023, ou seja, extrapolando para o todo o horizonte relevante da política monetária o preço do petróleo resultante de uma conjuntura internacional particularmente anômala. O Comitê observou que o atual ambiente de incerteza e volatilidade elevadas demanda serenidade para a avaliação dos impactos de longo prazo do atual choque e, portanto, optou por comparar essa hipótese com os preços de contratos futuros de petróleo, negociados em bolsas internacionais, e com projeções de agências do setor. Notou-se que ambos convergiam para um preço do barril abaixo de USD 100 ao fim de 2022. O Copom concluiu então que seria adequado manter a hipótese usual no cenário de referência, mas adotar como mais provável um cenário com hipótese alternativa para a trajetória de preços do petróleo até o fim de 2022. Para as projeções a partir de 2023, o Comitê decidiu manter sua premissa mais conservadora. O Comitê considera que a divulgação de cenário alternativo é particularmente útil e informativa em ambiente altamente incerto. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022d, p.4)

Segundo o Banco Central do Brasil (2022) este conflito na Europa trouxe ainda mais incerteza e volatilidade às prospecções dos cenários, e causou um choque de oferta importante em diversas commodities. O que deixa Comitê em estado de alerta e pontua: “[...] estuda que a política monetária reaja aos impactos secundários desse tipo de choque, prática que leva em consideração as usuais defasagens dos efeitos da política monetária”. Com todos os dados coletados nesta

e nas últimas reuniões, o COPOM estudou aumentar apenas 1,0% em ponto percentual a taxa básica de juros:

[...] Os membros do Copom debateram a estratégia mais apropriada. Concluiu-se que um novo ajuste de 1,00 ponto percentual, seguido de ajuste adicional de mesma magnitude, é a estratégia mais adequada para atingir aperto monetário suficiente e garantir a convergência da inflação ao longo do horizonte relevante, assim como a ancoragem das expectativas de prazos mais longos. Entretanto, o Comitê reconhece o cenário desafiador para a convergência da inflação para suas metas e reforça que estará pronto para ajustar o tamanho do ciclo de aperto monetário, caso o cenário evolua desfavoravelmente. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022d)

Logo, por unanimidade, o Banco Central do Brasil (2022d) decidiu aumentar em 1,0%, assim a taxa básica de juros chega ao patamar de 11,75% ao ano, prevendo ainda para a próxima reunião um ajuste de mesma magnitude para que possa se assegurar a convergência da inflação para suas metas, e dependerão do desempenho da atividade econômica, do balanço de riscos e das projeções e expectativas de inflação para o horizonte relevante da política monetária.

Nesta reunião foi bastante destacado que o Comitê irá combater os choques de oferta das *commodities*, porém com cautela para que o tempo de reação na medida certa seja aplicado caso haja a persistência destes choques, como explicado:

A atuação do Comitê visa combater os impactos secundários do atual choque de oferta em diversas commodities, que se manifestam de maneira defasada na inflação. As atuais projeções indicam que o ciclo de juros nos cenários avaliados é suficiente para a convergência da inflação para patamar em torno da meta ao longo do horizonte relevante. O Copom avalia que o momento exige serenidade para avaliação da extensão e duração dos atuais choques. Caso esses se provem mais persistentes ou maiores que o antecipado, o Comitê estará pronto para ajustar o tamanho do ciclo de aperto monetário. O Comitê enfatiza que irá perseverar em sua estratégia até que se consolide não apenas o processo de desinflação como também a ancoragem das expectativas em torno de suas metas. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022d, p.6)

Seguindo o tema de commodities, o Relatório de Inflação de março de 2022 trouxe um arranjo dos principais fatores que podem afetar a inflação do consumidor no curto prazo e tirar a inflação do limite compatível com a meta, mostrando também que o atrito entre Rússia e Ucrânia pode impactar o preço de alguns produtos:

A principal pressão sobre a inflação ao consumidor no próximo trimestre decorre dos preços de combustíveis, refletindo a recente elevação do preço de petróleo. Os reajustes dos preços de produtos farmacêuticos, que sofrem grande influência da inflação passada, também devem ter importante contribuição. A contribuição dos preços administrados para a inflação no trimestre só não será maior porque é esperado, para maio, o fim da bandeira escassez hídrica e transição para bandeira amarela. **Impactos da guerra entre Rússia e Ucrânia também são esperados sobre preços livres.** Alimentos devem ter alta importante repercutindo esse choque e a continuidade dos efeitos do clima extremo. Espera-se que os preços de bens industrializados continuem apresentado alta relevante, apesar da redução das alíquotas de IPI, considerando a persistência das pressões sobre as cadeias de suprimentos e os preços de commodities, que foram inclusive agravadas pelo conflito. A inflação de serviços no trimestre deve recuar com a passagem do reajuste das mensalidades escolares mas se manter em patamar elevado, em especial o seu componente subjacente, que tem evolução mais suave e maior influência da inércia inflacionária. **Com isso, as diversas medidas de inflação subjacente devem se manter acima do intervalo compatível com o cumprimento da meta para a inflação no período.** (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022b, p.66, grifos nossos)

O Banco Central do Brasil (2022e), em maio o cenário internacional segue desafiador, mas agora não somente para as economias emergentes, isso ocorre principalmente pelo aumento das pressões inflacionárias decorrente do aumento dos preços das *commodities*, novas ondas de Covid-19 na China e prolongamento da normalização das cadeias globais, destacando-se os suprimentos dos serviços industriais, potencializados pela guerra da Ucrânia. Esses fatores deixam o COPOM em alerta sobre o quão grande será esse impacto para o Brasil “Na visão do Comitê, esses desenvolvimentos podem ter consequências de longo prazo e se traduzir em pressões inflacionárias mais prolongadas na produção global de bens” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022e, p.3).

Pela primeira vez na reunião do Comitê, é apontado que os Banco Centrais dos países, tanto desenvolvidos quanto emergentes, estão tomando posturas mais contracionistas, embora algumas taxas de juros ainda tenham características expansionistas. Com um possível aumento dos juros nos países desenvolvidos, em um cenário de inflação persistente, causando uma nova precificação dos ativos financeiros, pode acabar prejudicando ainda mais os países emergentes. Portanto, o COPOM segue vigilante devido ao risco de uma desaceleração econômica global junto a um aumento incessante de preços (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022e).

A atividade econômica, conforme o Banco Central do Brasil (2022e), os índices vieram como esperado, de acordo os dados publicados entre a março e maio, porém o cenário inflacionário no Brasil não segue dos mais animadores, com

diversas frentes tendo pressões maiores do que o esperado, o que refletiu também na projeção das expectativas, segundo do grupo Focus, para a inflação ao final do ano, que ficou em torno de 7,9% ao ano:

A inflação ao consumidor segue elevada, com alta disseminada entre vários componentes, se mostrando mais persistente que o antecipado. A inflação de serviços e de bens industriais se mantém alta, e os recentes choques levaram a um forte aumento nos componentes ligados a alimentos e combustíveis. As leituras recentes vieram acima do esperado e a surpresa ocorreu tanto nos componentes mais voláteis como nos mais associados à inflação subjacente. Nos itens mais voláteis, continua se destacando o aumento do preço da gasolina, com impacto maior e mais rápido do que era previsto. Os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária seguem com inflação elevada e as diversas medidas de inflação subjacente apresentam-se acima do intervalo compatível com o cumprimento da meta para a inflação. **As expectativas de inflação para 2022 e 2023 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 7,9% e 4,1%, respectivamente** (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022e, p.3, grifos nossos)

No Balanço de riscos do mês de maio às informações não são animadoras, com previsões do grupo Focus para uma taxa básica de juros de 13,25% ao ano, afetando assim as expectativas dos agentes, causado por diversos pontos como a dificuldade da normalização das cadeias globais, aumento dos preços das *commodities* em Reais e os riscos fiscais do Brasil, e a incerteza ao futuro do arcabouço fiscal, como expressado na Ata do COPOM de número 246:

O Comitê ressalta que, em seus cenários para a inflação, permanecem fatores de risco em ambas as direções. Entre os riscos de alta para o cenário inflacionário e as expectativas de inflação, destacam-se (i) uma maior persistência das pressões inflacionárias globais; e (ii) a incerteza sobre o futuro do arcabouço fiscal do país, parcialmente incorporada nas expectativas de inflação e nos preços de ativos. Entre os riscos de baixa, ressaltam-se (i) uma possível reversão, ainda que parcial, do aumento nos preços das *commodities* internacionais em moeda local; e (ii) uma desaceleração da atividade econômica mais acentuada do que a projetada. O Comitê avalia que a conjuntura particularmente incerta e volátil requer serenidade na avaliação dos riscos (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022e, p.4)

Seguindo o esperado, de acordo as reuniões passadas, o Banco Central do Brasil (2022e) acha suficiente o aumento de 1,00 ponto percentual na taxa básica de juros, chegando ao patamar de 12,75% ao ano, ressaltando também que para reuniões futuras deve ser feito um novo ajuste de magnitude um pouco menor, de acordo com atividade econômica, balanço de riscos, projeções e expectativas de

inflação para o horizonte relevante da política monetária. É também pontuado o cuidado do Comitê em relação aos efeitos do aumento das taxas de juros, devido ao estágio avançado de ciclo de alta.

Na reunião de junho de 2022, o Banco Central do Brasil (2022f) não apresenta mudanças significativas no panorama internacional, seguindo com um clima de incerteza causado principalmente pelo aumento dos níveis de preços, causados pela pandemia e potencializados pelos atritos políticos e o aumento do preço das commodities, que tiveram como causa a dificuldade na estabilização das cadeias globais, agravados pela guerra da Ucrânia. O que na visão do COPOM poderá ser traduzido na persistência da pressão inflacionária durante um período acima do esperado.

Em conformidade aos moldes da última reunião, os bancos centrais seguem com posturas contracionistas, mas alguns ainda persistem com taxas de juros expansionista, porém quando o assunto é atividade econômica, novos riscos são identificados (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022f). Diversos índices de atividade econômica, principalmente em economias desenvolvidas, estão sendo revisados para baixo, mostrando o fim dos estímulos monetários para o combate à pandemia, um exemplo dado foi o crescimento da China, refletindo a política adotada de Covid Zero.

As expectativas do grupo Focus tiveram um aumento considerável de expectativas para a taxa de juros ao final do ano, chegando a 8,5% ao ano, puxado pela inflação persistente principalmente nos setores de serviços e bens industriais:

A inflação ao consumidor segue elevada, com alta disseminada entre vários componentes, se mostrando mais persistente que o antecipado. **A inflação de serviços e de bens industriais se mantém alta, e os recentes choques continuam levando a um forte aumento nos componentes ligados a alimentos e combustíveis.** As leituras recentes vieram acima do esperado e a surpresa ocorreu tanto em componentes mais voláteis como naqueles mais associados à inflação subjacente. Os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária seguem com inflação elevada e as diversas medidas de inflação subjacente aceleraram, mantendo-se acima do intervalo compatível com o cumprimento da meta para a inflação. **As expectativas de inflação para 2022, 2023 e 2024 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 8,5%, 4,7% e 3,25%, respectivamente** (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022f, p.3, grifo nosso)

O balanço de riscos segue nos mesmos moldes da última reunião, com aumento das pressões inflacionárias devido aos preços das *commodities*, causado por atritos nas cadeias globais e potencializados pela guerra da Ucrânia e a política de Covid Zero na China (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022f). Junto a isso, também são analisados fatores como o arcabouço fiscal e a desaceleração da atividade econômica ainda são levados em consideração, além de medidas tributáveis em tramitação pelo governo:

O Comitê ressalta que, em seus cenários para a inflação, permanecem fatores de risco em ambas as direções. Entre os riscos de alta para o cenário inflacionário e as expectativas de inflação, destacam-se **(i) uma maior persistência das pressões inflacionárias globais**; e (ii) a incerteza sobre o futuro do arcabouço fiscal do país e políticas fiscais que impliquem sustentação da demanda agregada, parcialmente incorporadas nas expectativas de inflação e nos preços de ativos. Entre os riscos de baixa, ressaltam-se (i) uma possível reversão, ainda que parcial, do aumento nos preços das commodities internacionais em moeda local; e (ii) uma desaceleração da atividade econômica mais acentuada do que a projetada. **Avaliou-se que as medidas tributárias em tramitação reduzem sensivelmente a inflação no ano corrente, embora elevem, em menor magnitude, a inflação no horizonte relevante de política monetária.** O Comitê avalia que a conjuntura particularmente incerta e volátil requer serenidade na avaliação dos riscos (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022f, p.4, grifos nossos)

O Comitê passou a argumentar sobre o ciclo de aperto monetário empreendido até a atual reunião, ressaltando que foi um período bastante intenso e oportuno, porém devido a defasagem da política monetária, os efeitos da política contracionista ainda não podem ser observados, principalmente nos índices de inflação corrente (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022f). Ainda sobre este tópico, o COPOM acredita que um novo ajuste de 0,5 ponto percentual é apropriado e suficiente, visto o estágio do ciclo de alta da taxa de juros e crendo que os seus impactos serão observados mais destacadamente no próximo semestre do ano.

Sendo assim, o Banco Central do Brasil (2022f), decidiu por unanimidade, elevar a taxa básica de juros em 0,5% ponto percentual, chegando assim ao patamar de 13,25% ao ano. Porém, diferente do que se era esperado pelo grupo Focus nas últimas reuniões, o Banco Central deixou em aberto um novo possível aumento de magnitude igual ou menor na próxima reunião, mostrando que o fim do ciclo de alta ainda pode demorar um pouco mais para acontecer, sempre de acordo

com os índices de atividade econômica, balanço de riscos e projeções e expectativas de inflação.

No Relatório de Inflação, ainda no mês de junho, ressaltou as pressões existem ainda no mês de junho, porém seguem de acordo com o esperado pelo COPOM, que é uma melhora no cenário inflacionário interno, principalmente no segundo semestre, onde os efeitos do aumento da taxa básica de juros estarão consolidados:

[...] O cenário contempla arrefecimento gradual da inflação ao consumidor. **Os preços de alimentos devem continuar pressionados em junho, com destaque para alimentos industrializados tais como farinha e panificados, mas devem arrefecer de forma mais nítida nos meses seguintes com a sazonalidade favorável.** O comportamento recente de estabilidade ou mesmo queda do preço doméstico de alguns produtos agropecuários – como alimentos in natura, carnes, e alguns grãos – corrobora essa expectativa. A sazonalidade também favorece a queda do preço do etanol. A alta dos demais bens industriais e dos serviços deve arrefecer moderadamente, mas ainda continuará exercendo pressão significativa sobre a inflação (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022g, p.39, grifo nosso).

4.3.2 Segundo semestre

Em agosto, de acordo com o Banco Central do Brasil (2022h), o cenário externo permanece desafiador, principalmente para as economias emergentes, tendo em vista o panorama de incerteza em relação às pressões inflacionárias e uma possível redução do crescimento global. É importante destacar os atritos em território europeu, sobretudo pela diminuição do fornecimento de gás natural causado pelas sanções impostas à Rússia por causa da Guerra da Ucrânia, e além disto, atritos na economia chinesa, causado por problemas imobiliários e políticas de combate à pandemia.

Embora algumas taxas de inflação sigam apresentando avanços consideráveis, em especial nas economias desenvolvidas, alguns fatores voltam a convergir para a normalidade, como é o caso da cadeia de suprimentos e os *commodities*: “[...] mas já se observa uma normalização incipiente nas cadeias de suprimento e uma acomodação nos preços das principais commodities no período recente” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022h, p.3). Porém ainda sim é preciso ficar em alerta nos indicadores destas economias, pois o nível de ociosidade pode

mostrar que inflações como no setor de serviços podem ser mais persistentes do que o esperado.

Os Bancos Centrais pelo mundo seguem os mesmos padrões das últimas reuniões, com atitudes contracionistas para frear o aumento de preços, porém o ritmo acelerado desses movimentos monetários nas economias desenvolvidas pode acabar por prejudicar as economias emergentes, sendo assim o COPOM seguirá em alerta e analisando o cenário de pressões inflacionárias e incerteza quanto ao crescimento econômico mundial (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022h). O Comitê pontuou que os indicadores brasileiros seguem mostrando uma boa retomada da atividade econômica, indicando que no segundo semestre o país irá desfrutar de uma recuperação consistente dos principais setores afetados pela pandemia.

Nesta reunião, de acordo o Banco Central do Brasil (2022h), o grupo Focus calculou a expectativa da taxa de inflação chegando ao patamar de 7,2% ao ano em 2022, apontando uma redução considerável se comparada com os números mostrados na última reunião, de 8,5%, mostrando-se assim uma melhora nas expectativas dos agentes econômicos no controle do nível de preços, mesmo com a inflação ainda em patamares elevados:

A inflação ao consumidor segue elevada, com alta disseminada entre vários componentes, se mostrando mais persistente que o antecipado. A redução de impostos sobre os preços de energia já começa a ser observada nos indicadores de alta frequência, mas os componentes mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária, que apresentam maior inércia inflacionária, mantêm-se acima do intervalo compatível com o cumprimento da meta para a inflação. **As expectativas de inflação para 2022, 2023 e 2024 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 7,2%, 5,3% e 3,3%, respectivamente.** (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022h, p.3, grifos nossos)

Os fatores do balanço de riscos ao cenário de inflação sejam semelhantes ao das últimas reuniões, como a atenção aos atritos no cenário geopolítico internacional, principalmente na zona do Euro devido à Guerra da Ucrânia, e nas medidas políticas da China em relação a Covid-19. Porém um ponto muito importante foi pontuado ainda na reunião, que seria o processo sincronizado dos estímulos monetários, o que pode afetar a volatilidade do mercado:

O Comitê discutiu os impactos da sincronia global no processo de retirada de estímulos. O Comitê notou um ritmo mais acelerado no processo de ajuste da política monetária nas economias avançadas, assim

como a determinação presente na comunicação de importantes bancos centrais em reduzir as pressões inflacionárias. **Notou-se que tal movimento eleva a volatilidade dos mercados, impactando de forma heterogênea os diferentes ativos e suscitando um aumento na aversão a risco.** Além disso, dada a persistência do processo inflacionário nas economias avançadas e as conseqüentes reações de vários bancos centrais, o Comitê avalia que houve um aumento da probabilidade de cenários alternativos que incorporam uma desaceleração da atividade global mais pronunciada. Concorrem nesse sentido a incerteza sobre o cenário de energia na Europa, a dinâmica de setores mais sensíveis a juros nos Estados Unidos e as perspectivas de crescimento mais gradual na China. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022h, p.4, grifos nossos)

Logo após, o Comitê discutiu sobre a condução da política monetária, levando em conta o conjunto de projeções analisadas e o balanço de riscos para a inflação. Embora o período de aperto monetário tenha sido intenso, ainda não está refletindo no mercado os efeitos esperados, o que faz com que seja preciso ainda mais cuidado nas decisões monetárias (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022h). Tendo estes fatos em vista, o Copom concluiu que um novo ajuste de 0,50 ponto percentual é suficiente frente ao cenário de incerteza, mesmo com alguns indicadores de inflação seguindo pressionados, pois acredita-se que no segundo semestre os efeitos do aumento da taxa de juros serão visualizados.

Portanto, houve uma elevação da taxa básica de juros no Brasil: “Considerando os cenários avaliados, o balanço de riscos e o amplo conjunto de informações disponíveis, o Copom decidiu, por unanimidade, elevar a taxa básica de juros em 0,50 ponto percentual, para 13,75% a.a.” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022h, p.6). O Comitê também fez questão de informar que mesmo que o ciclo de aperto monetário esteja no fim, este pode não ser o último aumento da taxa de juros, pontuando que para a próxima reunião pode ser necessário um ajuste residual de mesmo grau ou menor, de acordo com o desempenho dos principais indicadores.

No mês de setembro, o Banco Central do Brasil (2022i) informa que não houve uma grande mudança em relação à volatilidade do mercado internacional, causados pela persistência dos atritos na Europa e em revisões negativas para o crescimento da China, porém os últimos dados divulgados mostram que o Estado norte-americano segue aquecido, assim como alguns países desenvolvidos, entretanto não é o suficiente para excluir a possibilidade de uma desaceleração ainda no segundo semestre deste ano.

Seguindo os indicadores positivos, o PIB divulgado veio em um ritmo acima do esperado, mostrando um aumento considerável do consumo e investimentos,

além disto houve uma expansão no mercado de trabalho, mesmo que em não tenha se recuperado da queda dos salários nos últimos meses (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022i). Falando-se sobre os indicadores de inflação, os índices permanecem elevados, porém houve uma queda gradual em alguns setores, puxados pela redução de preços administrados e queda dos preços dos combustíveis, além do afrouxamento dos atritos nas cadeias globais, diminuindo assim a pressão inflacionária, refletindo assim uma nova diminuição nas expectativas de inflação para 2022: “As expectativas de inflação para 2022, 2023 e 2024 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 6,0%, 5,0% e 3,5%, respectivamente” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022i).

Essas expectativas são bem diferentes das mostradas no início do ano de 2022, em que os agentes podem “enxergar” um cenário da taxa de inflação do Brasil convergindo para o cumprimento da meta. Também é necessário expor a decisão assertiva do Banco Central em ser mais cauteloso quanto ao aumento da taxa de juros, pois conforme as últimas reuniões, no segundo semestre os efeitos dos apertos monetários serão refletidos na economia.

No Balanço de riscos quanto ao cenário de inflação, existem fatores que beneficiam e que prejudicam o mercado brasileiro, sem muitas diferenças do que ocorreu nas últimas reuniões, com dúvidas principalmente nas pressões inflacionárias na zona do Euro e na economia norte-americana e outros choques externos que podem afetar este cenário, como o aumento ou diminuição dos preços das commodities, como explicado, fazendo com que o Comitê tenha uma postura mais calma e assertiva:

O Comitê ressalta que, em seus cenários para a inflação, permanecem fatores de risco em ambas as direções. Entre os riscos de alta para o cenário inflacionário e as expectativas de inflação, destacam-se (i) uma maior persistência das pressões inflacionárias globais; (ii) a incerteza sobre o futuro do arcabouço fiscal do país e estímulos fiscais adicionais que impliquem sustentação da demanda agregada, parcialmente incorporados nas expectativas de inflação e nos preços de ativos, e (iii) um hiato do produto mais estreito que o utilizado atualmente pelo Comitê em seu cenário de referência, em particular no mercado de trabalho. Entre os riscos de baixa, ressaltam-se (i) uma queda adicional dos preços das commodities internacionais em moeda local; (ii) uma desaceleração da atividade econômica global mais acentuada do que a projetada; e (iii) a manutenção dos cortes de impostos projetados para serem revertidos em 2023. **O Comitê avalia que a conjuntura, ainda particularmente incerta e volátil, requer serenidade na avaliação dos riscos.** (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022i, p.5, grifos nossos)

Ainda na reunião do COPOM deste mês, foi debatido uma questão muito importante, o aumento ou não da taxa de juros, sendo sugerido as opções de: Elevação de 0,25 ponto percentual e; Manutenção da taxa de juros, ou seja, uma não alteração (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022i). Através de uma elevação da taxa de juros, seria mostrado o compromisso com a vigilância e refletiria a observação da atividade mais forte do que esperada. Porém, se utilizado a manutenção da taxa básica de juros, daria tempo para que o Comitê possa avaliar os impactos dos acumulados avanços da taxa de juros.

Embora na votação dois membros do Comitê tenham votado no aumento da taxa básica de juros, foi optado por mantê-la em 13,75% ao ano, sendo assim, após vários meses, o aumento consecutivo do aperto monetário é pausado, porém COPOM, por unanimidade, informou que esse cenário pode mudar, compactuando com o seu compromisso em manter a inflação controlada: “O Comitê enfatiza que não hesitará em retomar o ciclo de ajuste caso o processo de desinflação não transcorra como esperado” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022i).

Em setembro, o relatório de inflação mostra os efeitos da diminuição dos impostos, principalmente no setor energético, impactando nos indicadores deste semestre, que não podiam ser visualizados em julho. Agora é esperado uma deflação para os próximos meses:

[...] A deflação esperada para setembro é explicada principalmente por alimentos e combustíveis, cujas quedas recentemente observadas nos preços ao produtor devem ser repassadas aos preços ao consumidor. Espera-se que o recente recuo nos preços das commodities também contribua para atenuar a inflação nos meses seguintes, em menor intensidade. Ainda assim, a inflação subjacente deve permanecer pressionada, em patamar incompatível com o cumprimento da meta de inflação. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022j, p.71, grifo nosso)

O Banco Central do Brasil (2022k) ilustra alguns desafios enfrentados no mês de outubro, porém eles não se diferenciam do cenário encontrado na última reunião, com um movimento de aperto monetário nas grandes economias e diversos atritos que aumentam a incerteza quanto ao panorama econômico internacional, como por exemplo a Guerra da Ucrânia e as políticas de restrições contra a Covid-19 na China. O ambiente inflacionário segue desafiador principalmente para as economias emergentes, embora haja uma normalização das cadeias de suprimento e uma

estabilização nos preços das principais *commodities*, levando a uma moderação nas pressões inflacionárias globais.

Falando-se do setor doméstico no Brasil, os indicadores mostraram um crescimento considerável, sinalizando um crescimento na margem, com um ritmo mais moderado e ilustrando um cenário de recuperação, mesmo que em grau menor que os últimos meses (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022k). Mesmo com dados um pouco menores, diversos fatores contribuíram para a contenção do avanço de preços, o que passa a ser refletido pela pesquisa de expectativas do grupo Focus, que se aproximam do limite superior compatível com o cumprimento da Meta de Inflação (5,0%): “As expectativas de inflação para 2022, 2023 e 2024 apuradas pela pesquisa Focus encontram-se em torno de 5,6%, 4,9% e 3,5%, respectivamente” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022k, p.3).

Em relação ao balanço e análise de cenários de riscos, embora o cenário não tenha dito grandes alterações, há o surgimento de uma discussão mais madura sobre os efeitos das medidas econômicas das economias desenvolvidas em combate a inflação, tendo em vista que houve um ajuste no ritmo e na extensão do aperto monetário em algumas economias, o que irá refletir em atritos nas condições financeiras (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022k). O Comitê segue cauteloso em relação aos movimentos das economias desenvolvidas, que podem prejudicar outros países, até mesmo desenvolvidos, principalmente na sustentabilidade da emissão de dívida pública de diversos países: “A conjunção de taxas de juros mais altas com endividamentos soberanos em patamares historicamente elevados suscita questionamentos sobre a sustentabilidade do endividamento público em diversos países” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022k, p.4).

A decisão do Comitê foi: “[...] optou pela manutenção da taxa de juros, reforçando a necessidade de avaliação, ao longo do tempo, dos impactos acumulados a serem observados do intenso e tempestivo ciclo de política monetária já empreendido” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022k, p.5), condizente com a sua visão e o que já vinha sido comunicado nas últimas reuniões, sobretudo em um momento que exige um perfil mais vigilante quanto aos efeitos, não só na economia brasileira, mas mundial. Portanto, o Comitê decidiu que a taxa básica de juros será mantida em 13,75% ao ano e ainda reforça que é previsto que ela siga este patamar

até que comece o processo de desinflação e a com a ancoragem das expectativas em torno da meta.

Na reunião do Copom de dezembro, a última do ano, o cenário segue adverso e volátil, com o aumento da incerteza em relação às expectativas de um menor crescimento para o próximo ano e da perseverança de alguns átrios já ilustrados nas últimas reuniões, como a dificuldade da distribuição de energia na Europa e nas políticas de combate a Covid-19 na China (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022I). O Comitê pontuou que esse cenário exige cautela na tomada de decisões, tendo em vista o aperto monetário nas principais economias do mundo, tendo em vista que as direções de taxas restritivas de forma sincronizada por diversos países, o que, nas palavras do COPOM, acaba refletindo nas condições financeiras e nas expectativas dos agentes: “[...]apertando as condições financeiras, impactando as expectativas de crescimento econômico e elevando o risco de movimentos abruptos de reprecificação nos mercados” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022I, p.3)

O cenário inflacionário segue desafiador, segundo o Banco Central do Brasil (2022I), mesmo com uma melhora nas cadeias globais de suprimentos, entretanto o cenário do nível de preço das *commodities* não se alterou, alguns núcleos de inflação seguem pressionados e intensificam as expectativas de um período maior até a dissipação, como é o caso do setor de serviços. No Brasil, apesar da queda recente nos níveis de preços, a inflação do consumidor continua elevada, o que é refletido nas expectativas do grupo Focus, que prevê uma taxa de inflação de 5,9% ao ano, porém bem diferente do esperado no início do ano.

Durante a discussão sobre os cenários de inflação, foi discutido o ritmo do processo de desinflação não só no Brasil, mas no mundo inteiro, mostrando que o caminho pode não ser como esperado, com uma retomada “não linear”, devido a inflação de serviços que possui um caráter inercial:

O Comitê debateu a velocidade do processo de desinflação global. Por um lado, o relaxamento das pressões sobre as cadeias globais de produção, assim como a queda recente nos preços de commodities, indica que o movimento deve prosseguir no curto prazo, principalmente nos segmentos de bens industriais, energia e alimentos. Por outro, **o Comitê debateu que, diante da disseminação das pressões inflacionárias para o segmento de serviços, que possui caráter mais inercial, em ambiente de mercado de trabalho apertado em diversos países, o processo de desinflação deve ser não linear e mais lento do que o observado em episódios recentes.** (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022I, p.4, grifos nossos)

O Copom, na análise do balanço de riscos, segue os mesmos moldes das últimas reuniões, com uma discussão mais extensa sobre o cenário fiscal do Brasil e como isso pode afetar o aumento do nível de preços, porém em termos gerais, continuam as presenças de pressões para ambos os lados, mostrando que a importância de se ter cuidado antes de tomar qualquer medida:

O Comitê ressalta que, em seus cenários para a inflação, permanecem fatores de risco em ambas as direções. Entre os riscos de alta para o cenário inflacionário e as expectativas de inflação, destacam-se (i) uma maior persistência das pressões inflacionárias globais; (ii) a elevada incerteza sobre o futuro do arcabouço fiscal do país e estímulos fiscais adicionais que impliquem sustentação da demanda agregada, parcialmente incorporados nas expectativas de inflação e nos preços de ativos; e (iii) um hiato do produto mais estreito que o utilizado atualmente pelo Comitê em seu cenário de referência, em particular no mercado de trabalho. Entre os riscos de baixa, ressaltam-se (i) uma queda adicional dos preços das commodities internacionais em moeda local; (ii) uma desaceleração da atividade econômica global mais acentuada do que a projetada; e (iii) a manutenção dos cortes de impostos projetados para serem revertidos em 2023. **A conjuntura, particularmente incerta no âmbito fiscal, requer serenidade na avaliação dos riscos.** O Comitê acompanhará com especial atenção os desenvolvimentos futuros da política fiscal e, em particular, seus efeitos nos preços de ativos e expectativas de inflação, com potenciais impactos sobre a dinâmica da inflação prospectiva. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022l, p.5, grifos nossos)

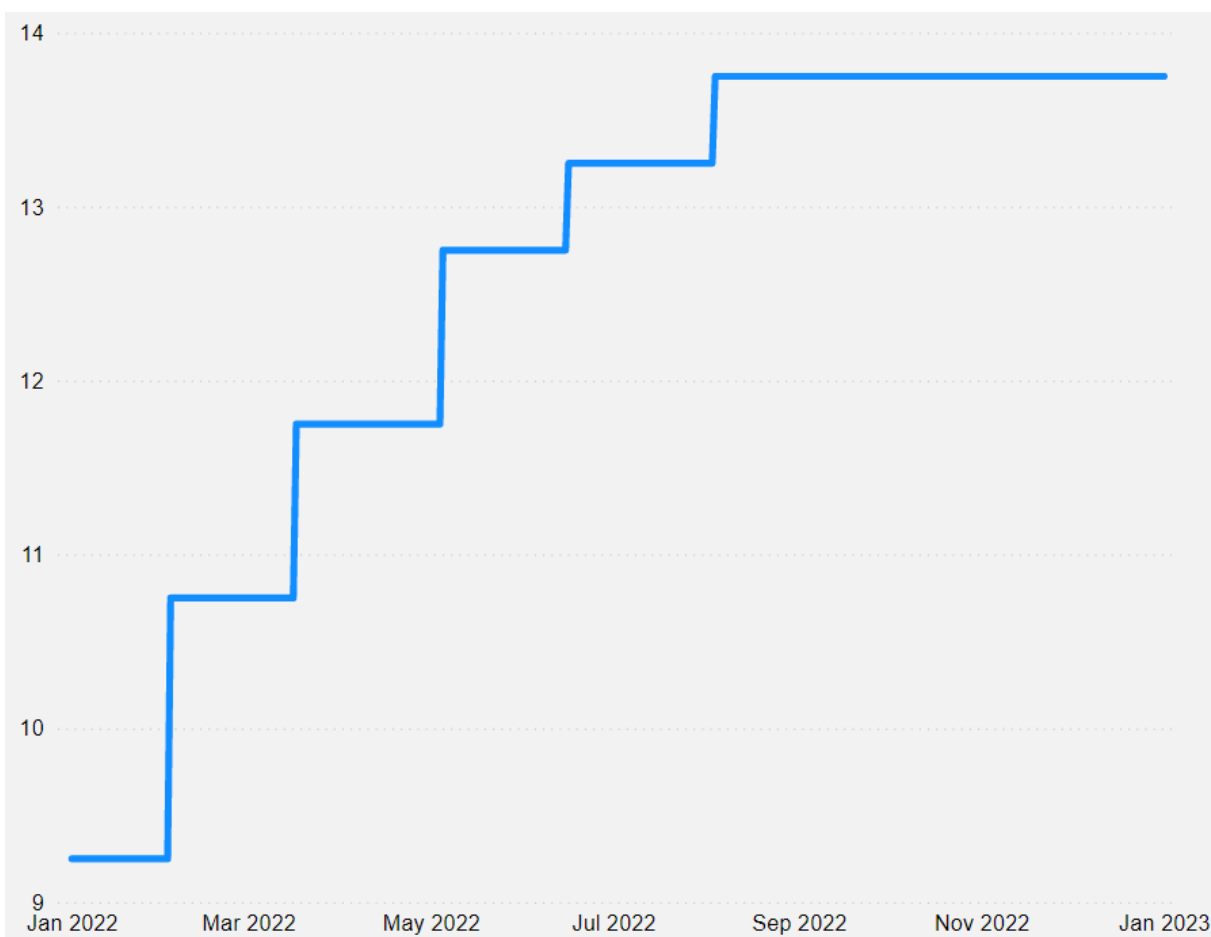
De acordo o ritmo nas falas do Comitê, o Banco Central do Brasil (2022l) optou pela manutenção da taxa básica de juros, mantendo-a no patamar de 13,75% ao ano, condizente com a postura de vigilância e cautela dos efeitos causados pelos apertos monetários subsequentes utilizados. O Comitê ressalta o seu compromisso com o seu objetivo fundamental, de assegurar a estabilidade de preços, sempre com transparência e comprometimento, também pontuando na reunião que a taxa de juros será mantida neste patamar até o início do processo de desinflação assim como a ancoragem das expectativas de acordo a meta de inflação.

O último relatório de inflação de 2022 explica que os focos inflacionários nos primeiros 2 semestres do ano foram impulsionados devido a Guerra da Ucrânia, a deterioração das cadeias globais e o avanço de preço das *commodities*, porém com o aumento do aperto monetário e a perspectiva de desaceleração econômica tem limitado este avanço (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022m). Após a primeira metade do ano, é visto uma diminuição relevante na diminuição dos preços, puxado especialmente pela redução dos impostos principalmente sobre os combustíveis:

Os índices de preços do terceiro trimestre de 2022 foram afetados de forma significativa pela redução de impostos sobre combustíveis, energia e comunicação. Essas medidas levaram ao registro de deflação em julho, agosto e setembro, este último mês também auxiliado pela redução dos preços em alimentação no domicílio. Esse movimento acelerou a queda na inflação acumulada em doze meses. Em outubro, a inflação veio maior que a esperada, mas mesmo assim a inflação acumulada em doze meses teve nova queda. (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2022m, p.53).

O segundo semestre do ano de 2022 ficou marcado pelo fim do ciclo de alta da Selic, a taxa básica de juros ficou no patamar de 13,75% ao ano, porém mesmo com os consecutivos aumentos, o IPCA permaneceu sob pressão, mas em menor patamar se comparado com o ano de 2021, como mostrado nos gráficos 5 e 6 abaixo:

Gráfico 5 – Taxa de juros – Brasil – Meta Selic definida pelo Copom – Jan/2022 à Jan/ 2023

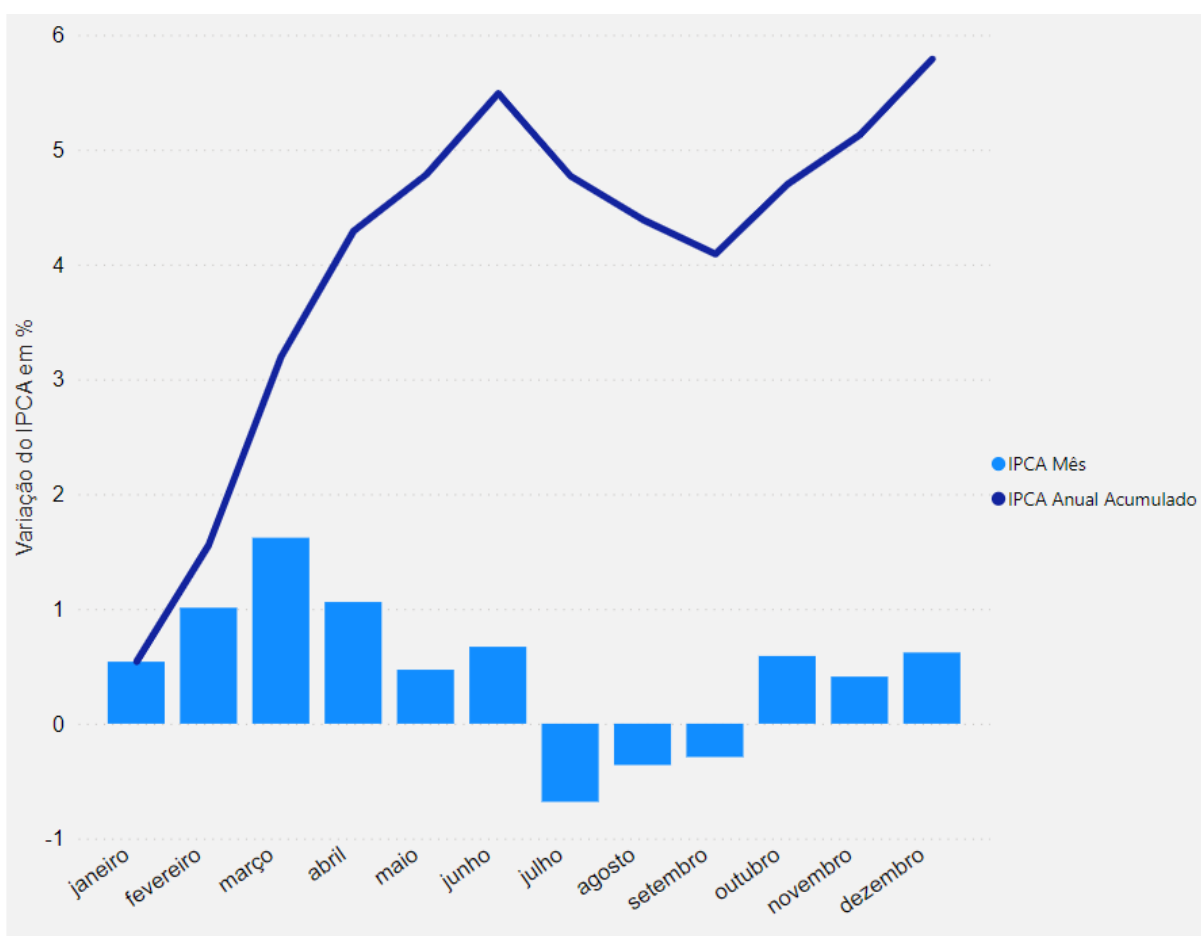


Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil

Analisando o gráfico 6, que mostra o desempenho da inflação durante o ano de 2022, podemos perceber que após o mês de julho, o início do segundo semestre

do ano, a economia brasileira passa por um período de retração no avanço da inflação, mostrando em um primeiro momento que os efeitos do ciclo de alta da taxa básica de juros começaram a fazer efeitos. Porém após este curto período a inflação volta a apresentar picos, terminando no valor de 5,79% ao ano, descumprindo assim a meta de inflação (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2023).

Gráfico 6 – Variação do IPCA no ano de 2022 (em %) – Brasil – Jan/2022 à Jan/ 2023



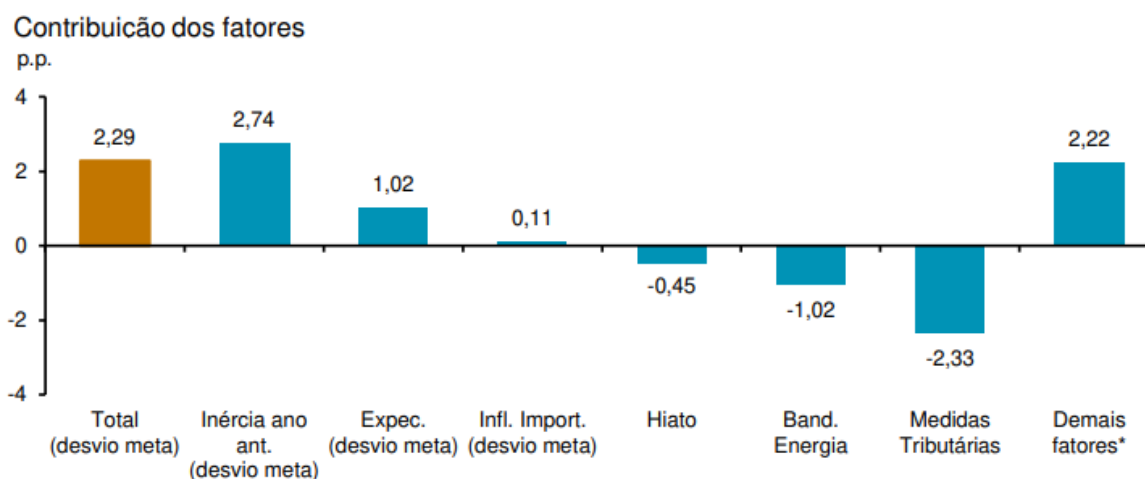
Fonte: Elaboração própria com dados do IBGE.

Portanto, no início de 2023, o então presidente do Banco Central, o senhor Roberto de Oliveira Campos Neto, escreveu uma carta ao ministro da Fazenda, o senhor Fernando Haddad, explicando o porquê o índice de inflação ficou acima do limite superior à meta estabelecida. Diversos pontos foram ilustrados como causadores de pressões para baixo e para cima, do avanço de preços, foram bem explicitados nas atas do Copom durante o ano, destacando também os estímulos monetários de 2021 que acabam escorrendo para o ano de 2022:

Os principais fatores que levaram a inflação em 2022 a ultrapassar o limite superior de tolerância foram os seguintes: i. inércia da inflação do ano anterior; ii. elevação dos preços de commodities, em especial do petróleo; iii. desequilíbrios entre demanda e oferta de insumos e gargalos nas cadeias produtivas globais; iv. choques em preços de alimentação, resultantes de questões climáticas; e v. retomada na demanda de serviços e no emprego, impulsionada pelo acentuado declínio da quantidade de casos de Covid-19 e consequente aumento da mobilidade. Por outro lado, vários fatores agiram no sentido contrário, reduzindo o desvio da inflação em relação à meta: i. redução na tributação sobre combustíveis, energia elétrica e telecomunicações; ii. comportamento da bandeira de energia elétrica, que passou de escassez hídrica para bandeira verde; iii. apreciação cambial; e iv. hiato do produto no campo negativo. Nesse sentido, ressalta-se o papel do aperto da política monetária para a contenção da inflação. **A política monetária, que, em 2021 já havia passado do estímulo extraordinariamente elevado para o território contracionista, avançou substancialmente no terreno contracionista em 2022.** (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2023, p.2, grifo nosso)

Segundo o Banco Central do Brasil (2023), o desvio da meta foi bastante impactado pelo fator inercial referente ao ano passado, tendo em vista que a inflação de 2021 foi de 10,06%, portanto acabou causando um desvio de 2,2 ponto percentual, mas tiveram fatores que ajudaram na diminuição dos avanços, como foi o caso das medidas tributárias sobre combustíveis, energia elétrica e telecomunicações, como mostrado na figura 4 abaixo:

Figura 4 – Decomposição do desvio da taxa de inflação em relação a meta de 2022



* Contribuição para a inflação como desvio da meta depois de excluídos os seguintes fatores: inércia associada à parcela da inflação do ano anterior que se desviou da meta; expectativas como desvio da meta; inflação importada como desvio da meta; hiato do produto; bandeira de energia e medidas tributárias.

Fonte: Banco Central do Brasil

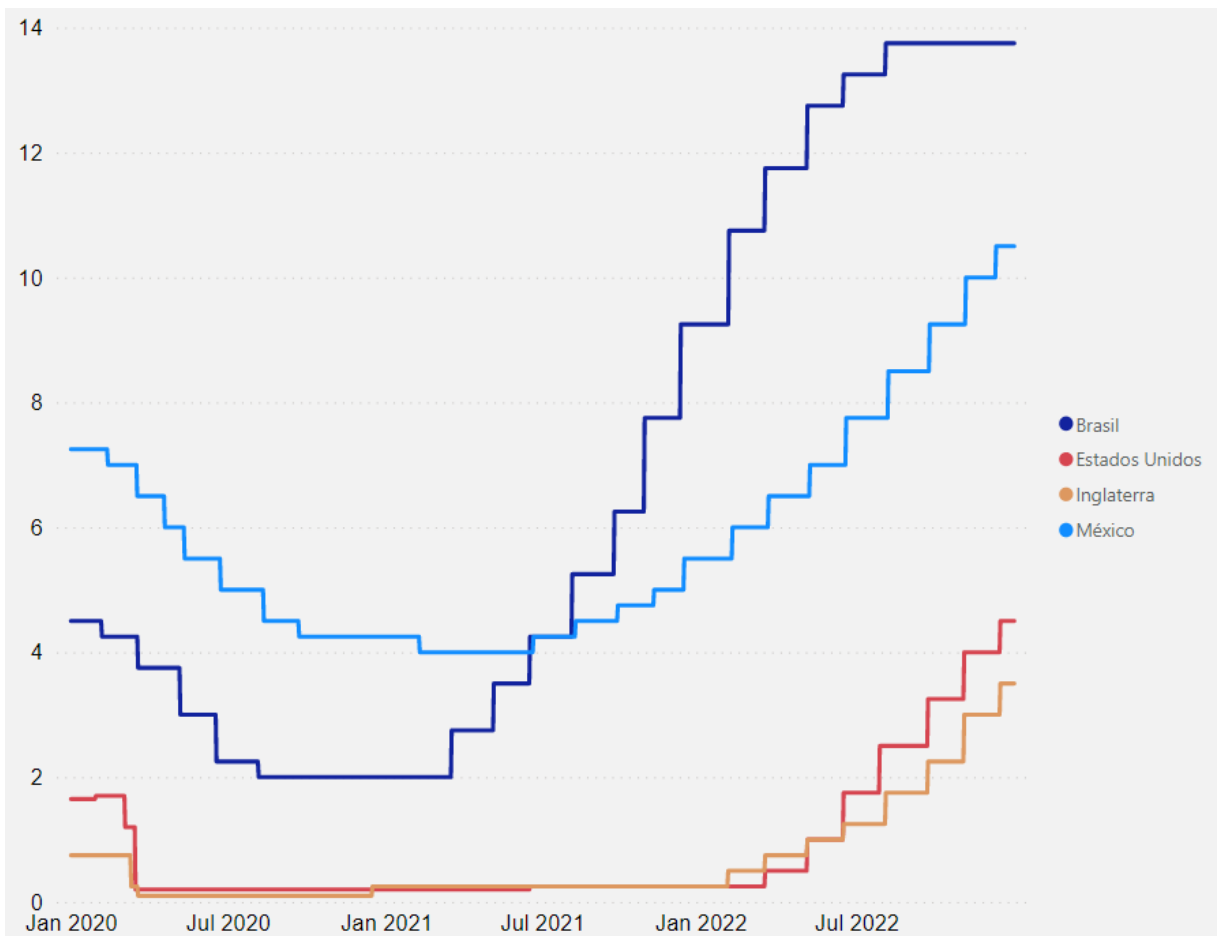
Portanto, no ano de 2022, embora a taxa de inflação não esteja no limite compatível com o cumprimento da meta, o desempenho dos indicadores inflacionários foram satisfatório, tendo como comparação o ano de 2021 o Brasil teve um aumento de preços na casa de dois dígitos. Também é importante salientar que o Banco Central do Brasil teve que lidar mais com os choques externos do que problemas internos estruturais da economia, mostrando que grande parte do panorama de aumento de preços foi impulsionado por males fora do controle do país.

5 DESEMPENHO INFLACIONÁRIO DAS ECONOMIAS SELECIONADAS

O aumento das incertezas e da grande desaceleração econômica e a deterioração de setores importantes da economia, fez com que os países como Brasil, Estados Unidos e Reino Unido destinassem uma grande verba pública em medidas sociais e econômicas durante a pandemia, principalmente no sentido de aumentar o consumo das famílias, liquidez das empresas (variável econômica) e a manutenção da saúde pública (variável social) (AMITRANO, 2020). Era esperado que a situação de calamidade e de isolamento social iriam se reduzir no segundo trimestre de 2020, o que não ocorreu como esperado. Conforme a persistência dos *lockdowns* nas economias, na tentativa de conter a disseminação do coronavírus, atritos começaram a surgir nas economias, como os problemas nas linhas de produção e oferta de produtos e serviços, conforme explicado no Relatório de Inflação (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2020f). Sendo assim, nesse primeiro momento, de combate a desaceleração econômica fez com que países mantivessem posturas mais estimuladoras, principalmente na condução da política monetária, com taxas básicas de juros em patamares menores, para estimular o consumo.

Para comparar os dados brasileiros com o restante do mundo, foram selecionados três países: Estados Unidos e Inglaterra, escolhidos devido à relevância da economia no cenário internacional; México, devido à proximidade de tamanho e estrutura da economia. No gráfico 7 abaixo, pode-se visualizar o desempenho da taxa de juros dos países, mostrando que todos os países tiveram um período de baixa, durante o ano de 2020, condizente aos estímulos monetários contra a pandemia da Covid-19.

Gráfico 7 – Taxas de Juros de Janeiro de 2020 a Dezembro de 2022– Brasil – Estados Unidos – Inglaterra – México



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil, Bank Of England, Federal Reserve Bank, Banco de México e OECD

Porém, já no de 2021, é visualizado um aumento das taxas de juros nos países emergentes, o que é o caso de Brasil e México, diferente dos países desenvolvidos, que passariam a ter uma postura mais contracionista apenas no ano de 20202. Para que se entenda esses movimentos, precisa ser ilustrado as medidas que cada país utilizou para combater a pandemia, em 2020, para ver se há alguma semelhança na natureza do estímulo.

De acordo Silva Mygre e Silva Rodrigo (2020), no Brasil, a política mais destacada na mídia e que influenciou diretamente as vidas das pessoas foi o Auxílio Emergencial, que iria disponibilizar um montante no valor de 600 reais durante 3 meses com possibilidade de prorrogação, destinado aos trabalhadores informais, microempreendedores individuais (MEI), autônomos e desempregados.

Posteriormente no decorrer da pandemia, houve uma flexibilização do limite de renda familiar *per capita* para acessar o Benefício de Prestação Continuada (BPC) (BECKER, 2020), além de outros projetos destinados aos microempreendedores, financiado capital de giro, garantindo até 2 meses da folha de pagamento de pequenas e médias empresas e facilitando a tomada de crédito dessas empresas, o que também foi facilitado graças à baixa taxa de juros do Brasil durante o ano de 2020.

Segundo Souza (2022), o México teve um desafio um pouco mais complicado no âmbito das políticas de saúde pública, tendo em vista que o atual sistema não conseguia ter respostas ágeis e sincronizadas de contenção a Covid-19. No cenário socioeconômico, o país agiu de forma estimuladora, justamente com a intuito de mitigar os problemas de distanciamento social e diminuição produtiva da pandemia, apresentando programas de apoio como: financeiro a microempresas e autônomos, empréstimos facilitados, adiantamento de benefícios e pacotes de isenção fiscais.

Nos Estados Unidos, seguindo a natureza de políticas contra a desaceleração da economia, foram aprovadas pelo congresso norte-americano diversas políticas de auxílio às empresas, população e ao consumo. Alguns dessas medidas de ajuda foram: liberação de crédito de US\$ 2,3 trilhões, pelo FED, para combater os efeitos econômicos da pandemia do Covid-19, antecipação de taxas e tributos aos estados, municípios e condados através do programa *Municipal Liquidity Facility* (MLF) entre outros programas de auxílio aos setores de saúde (AMITRANO, 2020)

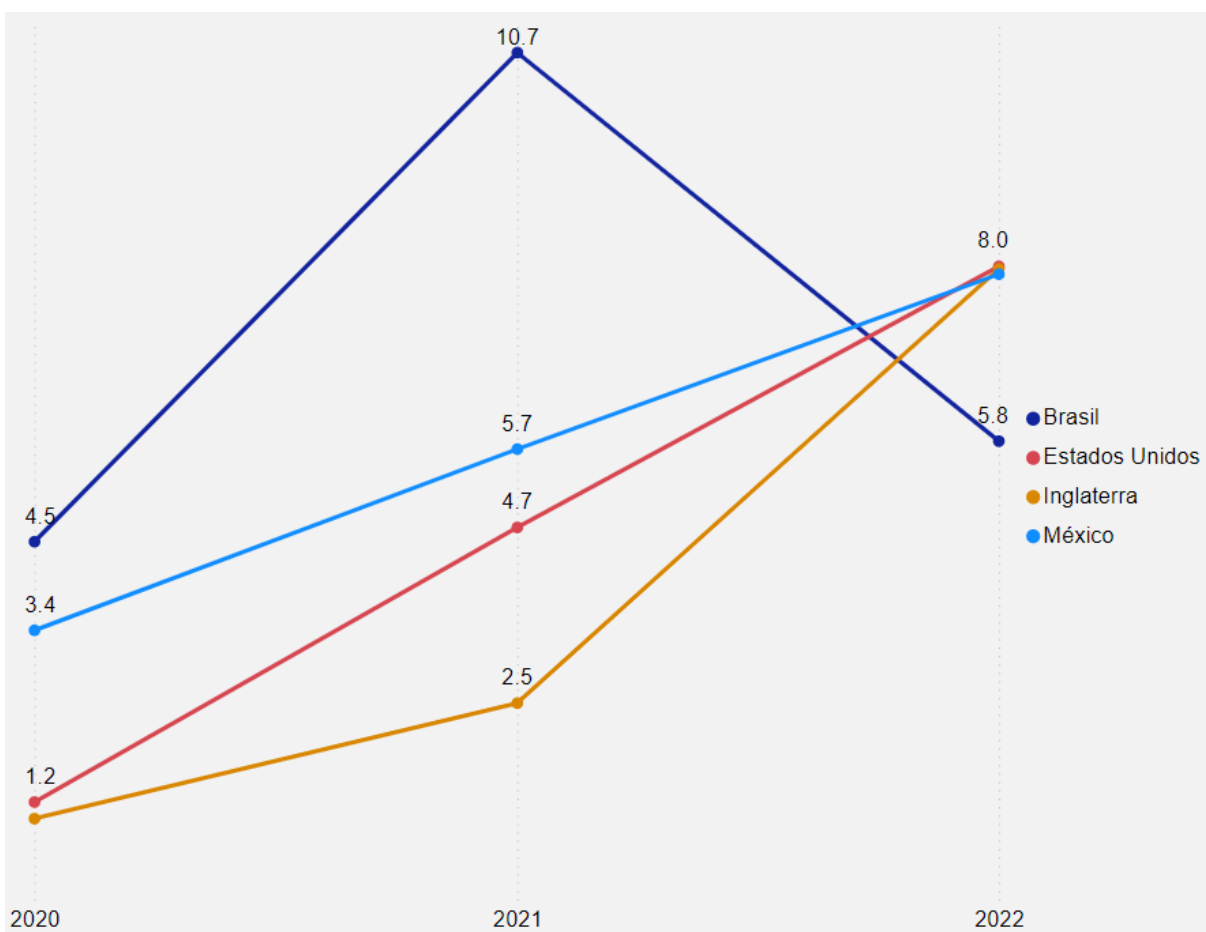
Segundo Amitrano (2020), a Inglaterra segue os mesmos moldes de estímulo dos Estados Unidos, porém com algumas diferenças nas proporções da distribuição dos estímulos monetários. De acordo com o chanceler do tesouro britânico, Rishi Sunak, seria disponibilizado de imediato £ 12 bilhões para o combate à pandemia e £ 18 bilhões em fomentos econômicos em diversas frentes. O governo inglês focou os seus amparos nas empresas, principalmente as grandes, médias e pequenas empresas, vale ressaltar que mais de 90% do montante dos recursos despendidos foi para estes setores, porém isso não quer dizer que não tiveram medidas contra o estado de calamidade pública, em 3 de março de 2020 o então ministro da Inglaterra, Boris Johnson confirmou o lançamento da *Coronavirus Action Plan*.

Como foi descrito acima, todos os países utilizaram políticas monetárias, fiscais e políticas, na tentativa de mitigar os efeitos da pandemia, porém estas

medidas trouxeram efeitos no curto e longo prazo, que podem ser observados no gráfico 7 e 8, mostrando que a partir do segundo semestre de 2021 alguns países, principalmente emergentes, já começam a sentir o aumento da inflação impactando as suas economias, fazendo com que as autoridades monetárias aumentassem as suas taxas básicas de juros. Vale destacar que os fatores externos e internos acabaram sendo intensificados devido ao cenário de pandemia, contribuindo assim para um cenário extraordinário de pressão inflacionária.

Analisando as taxas de juros destes países, junto a expansão dos preços, conforme o gráfico 8 abaixo, pode-se notar que o aumento das taxas de juros está condicionado ao aumento da inflação nas economias, causado pelas medidas de combate aos atritos da pandemia do vírus da Covid-19, como por exemplos as políticas de estímulo ao consumo.

Gráfico 8 – Inflação Acumulada por ano – Brasil (IPCA) – México (CPI) – Inglaterra (CPI) – Estados Unidos (CPI)



Fonte: Elaboração própria com dados do Banco Central do Brasil, Bank Of England, Federal Reserve, Banco de México e OECD.

Pode-se concluir que embora as economias desenvolvidas tenham sentido um aperto no nível de preços no ano de 2021, apenas em 2022 que foi estabelecido um caráter mais contracionista, justamente por serem economias mais robustas e estruturadas, pequenas mudanças nestas taxas de juros podem acabar tendo efeitos inesperados nestes países e nos seus parceiros econômicos, principalmente economias emergentes.

No caso brasileiro, o Banco Central do Brasil teve uma resposta mais rápida aos primeiros choques durante o ápice da pandemia, visando conter a inflação, o que é refletido na diminuição considerável no nível de preços no ano de 2022, porém o cenário ainda é de não cumprimento da meta de inflação, o que acaba deixando os agentes econômicos com um grau maior de incerteza quanto ao controle da pressão inflacionária. Alguns economistas na zona do euro discutiram uma possível retificação nos valores das metas de inflação e esta discussão acabou chegando ao Brasil, trazendo assim este assunto aos economistas brasileiros sobre uma possível correção dos valores estipulados pelo CMN para as metas dos próximos anos de 2023 e 2024 (BORGES, 2023a, 2023b).

Comparando Brasil e México, pode-se perceber que mesmo ambos os países tendo começado a diminuir o grau de estímulo à economia, somente o Brasil apresentou uma melhora nos níveis de inflação em 2022, mostrando talvez que uma postura mais ríspida e contracionista era necessária, frente ao cenário extraordinário que a economia global se encontra. É importante pontuar que os índices de inflação são diferentes nos países, embora México, Estados Unidos e Inglaterra usem o *Consumer Price Index* (CPI), o Brasil utiliza o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). Apesar de ambos os índices representem a mesma grandeza, existem diferenças na composição e estrutura, o que acaba dificultando a comparação entre estes países, porém ainda pode-se interpretar com que intensidade e direção o avanço de preços está seguindo.

6 CONCLUSÃO

Ao analisar o cenário interno e externo enfrentado pelo Banco Central do Brasil, no período de 2020 a 2022, é possível chegarmos a algumas conclusões: O aumento do nível de preços não foi causado por problemas internos, mas sim por um caso extraordinário de pandemia mundial. Sendo assim, não seria correto atribuir o desempenho da autoridade monetária como uma má condução da política monetária, muito pelo contrário, foi reforçada a imagem do Banco Central do Brasil de transparência, credibilidade e comprometimento com a estabilidade de preços.

O primeiro ano de pandemia foi excepcionalmente diferente dos anos subsequentes, devido à natureza dos problemas enfrentados, como a disseminação do vírus da Covid-19 ao redor do mundo, aumento das barreiras de circulação das pessoas, o famoso *lockdown*, entre outras medidas de saúde pública na maioria dos países no mundo. O perigo econômico era de recessão da atividade econômica e principalmente dos riscos às empresas de pequeno, médio e grande porte, que tiveram que se adaptar aos novos formatos de trabalho e às questões sanitárias. Deste modo, diversos estímulos, tanto monetários quanto fiscais, precisaram ser injetados na economia para mitigar os danos da pandemia. Logo, no ano de 2020, o principal inimigo da autoridade monetária era a pressão desinflacionária.

Nos anos de 2021 e 2022, os países como um todo começaram a caminhar para a superação do estado de calamidade pública da Covid-19, porém agora começa a aparecer os focos de inflação, que acabavam sendo intensificados pela incerteza dos agentes econômicos, pelo perigo de novas ondas da pandemia, afetando algumas estruturas econômicas, como por exemplo a cadeia global de suprimentos, que durante estes anos sempre foi citado nas reuniões do Copom. Em 2021, um dos principais focos de pressão inflacionária foi a crise agrária, devido às más condições do clima, o que acabava por aumentar os preços das *commodities* principalmente *in natura*. Já em 2022, um dos principais, se não o principal, foi o aumento dos atritos na zona do euro, devido ao início da Guerra entre Rússia e Ucrânia, que afetaria diretamente a distribuição de energia para Europa, tendo em vista que a Rússia era um grande parceiro econômico do bloco econômico.

Após a análise destes períodos, foi examinada a atuação da autoridade monetária brasileira contra o aumento da inflação, comparando as taxas de juros

com outros países, para verificar se o Brasil estava destoando do que as principais economias mundiais estavam fazendo. Embora haja dificuldade em comparar economias tão diferentes, elas tinham dois fatores em comum, a pressão inflacionária que assola o mundo, uma “herança” deixada pela pandemia, e todos estes países utilizaram medidas monetárias e fiscais para combater a pandemia e a inflação. Sendo assim, pode-se concluir que o Brasil teve uma resposta mais rápida, se comparado ao tempo de resposta do México, Estados Unidos e Inglaterra, porém a efetividade das medidas contracionistas ainda precisa de tempo para ser analisada, principalmente no longo prazo.

Atualmente no Brasil é muito discutida a independência do Banco Central do Brasil e se ela de fato faz diferença na condução da política monetária e nas expectativas dos agentes econômicos. Neste período de três anos foi vista uma mudança de postura do Banco Central do Brasil em diversos momentos, de acordo com as mudanças do mercado, sempre vislumbrando uma estabilidade de longo prazo, através das suas políticas monetárias, que não seguiam necessariamente os estímulos fiscais e políticos, que não são de sua autonomia, mas sim do governo federal. É importante pontuar que um Banco Central independente não quer dizer excludente das políticas do governo, como visto no período de crise, a sintonia entre governo e autoridade monetária é essencial para uma maior efetividade na condução das políticas de mitigação de danos e é fundamental para o bem-estar, tanto social quanto econômico no longo prazo. Porém, em períodos fora de crise, o Banco Central precisa ser imparcial quanto às ações adotadas pelo governo, para evitar o possível mal uso das ferramentas monetárias para se obter benefícios de curto prazo.

Como a independência de fato do Banco Central do Brasil é recente, ainda é cedo para determinar se ela foi de fato efetiva no controle de preços no longo prazo, porém ela vem se mostrando consistente até o momento, mesmo em um período atípico de pandemia.

Um ponto a ser analisado nas próximas pesquisas é a capacidade da economia brasileira em lidar com períodos de crise inflacionária, pois quando comparado os índices de inflação com as demais economias, foi visto que o Brasil teve uma resposta mais rápida das medidas monetárias contracionista, tendo em vista uma diminuição grande na inflação de 2021 para 2022. Acredita-se que o fator

histórico possa ter ajudado o Brasil neste sentido, considerando que o país já passou por outros momentos de aumento desenfreado de inflação, logo os agentes econômicos teriam adquirido uma “memória muscular”, que faz com que eles reajam mais rapidamente aos estímulos contracionistas, explicando em parte porque países como Estados Unidos, Inglaterra e México ainda sofrem com a inflação, mesmo com o aumento das suas taxas básicas de juros.

O objetivo deste trabalho foi analisar o período de 2020 a 2022 e a qualidade da condução da política monetária por parte do Banco Central do Brasil. Embora agora possa-se olhar para trás e pensar nas melhores decisões, isso não era possível à medida que os problemas surgiam. Portanto, dentro do que era possível, a autoridade monetária conseguiu responder com agilidade nos momentos certos, assim como agiu com cautela nos momentos devidos, mostrando grande competência na condução da política monetária.

REFERÊNCIAS

AMITRANO, Claudio Roberto; MAGALHÃES, Luís Carlos Garcia de; SILVA, Mauro Santos. **Medidas de enfrentamento dos efeitos econômicos da pandemia COVID-19: panorama internacional e análise dos casos dos Estados Unidos, do Reino Unido e da Espanha**. Rio de Janeiro: IPEA, 2020. (Texto para Discussão, 2559). Disponível em: https://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/9978/1/td_2559.pdf. Acesso em: 17 fev. 2023.

ARESTIS, Philip; PAULA, Luiz Fernando de; FERRARI-FILHO, Fernando. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 18, n. 1, p. 1-30, 2009. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0104-06182009000100001>. Acesso em: 17 fev. 2023.

ARESTIS, Philip; SAWYER, Malcolm. New consensus macroeconomics and inflation targeting: Keynesian critique. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 17, Número especial, p. 629-653, dez. 2008.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 228ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2020a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/05022020>. Acesso em: 5 jun. 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 229ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2020b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/18032020>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 230ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2020d. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/06052020>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 231ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2020e. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/17062020>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 232ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2020g. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/05082020>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 233ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2020h. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/16092020>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 234ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2020j. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/28102020>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 235ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2020k. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/09122020>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 236ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2021b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/20012021>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 237ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2021c. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/17032021>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 238ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2021d. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/05052021>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 239ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2021e. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/16062021>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 240ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2021g. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/04082021>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 241ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2021h. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/04082021>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 242ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2021j. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/27102021>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 243ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2021k. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/08122021>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 244ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2022c. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/02022022>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 245ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2022d. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/16032022>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 246ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2022e. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/04052022> . Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 247ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2022f. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/15062022>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 248ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2022h. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/03082022>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 249ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2022i. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/21092022>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 250ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2022k. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/26102022>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ata da 251ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2022l. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/07122022>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ofício 423/2023**. Carta Aberta explicando a inflação acima do limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2022. Brasília, 2023. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/carta2022.pdf. Acesso em: 5 jun. 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Ofício 823/2022**. Carta Aberta explicando a inflação acima do limite superior do intervalo de tolerância da meta em 2021. Brasília, 2022a. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/OFICIO_823_2022_BCB_SECRE_01.pdf. Acesso em: 5 jun. 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**, Brasília, v. 24, n. 1, p. 1-85, mar. 2022b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ri/202203>. Acesso em: 5 jun. 2020.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**, Brasília, v. 22, n. 1, p. 1-85, mar. 2020c. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ri/202003>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**, Brasília, v. 21, n. 4, p. 1-79, dez. 2019a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ri/20191>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**. Brasília, v. 22, n. 2, p. 1-91, jun. 2020f. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ri/202006>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**. Brasília, v. 22, n. 3, p. 1-71, set. 2020i. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ri/202009>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**. Brasília, v. 22, n.4, p.1-81, dez. 2020l. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ri/202012>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**. Brasília, v. 23, n. 1, p. 1-91, mar. 2021a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ri/202103>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**. Brasília, v. 23, n. 2, p. 1-73, jun. 2021f. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ri/202006>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**. Brasília, v. 23, n. 3, p. 1-85, set. 2021i. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ri/202009>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**. Brasília, v. 23, n. 4, p. 1-85, dez. 2021l. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ri/202112>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**. Brasília, v. 24, n. 2, p. 1-55, jun. 2022g. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ri/202206>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**. Brasília, v. 24, n. 3, p. 1-96, set. 2022j. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ri/202209>. Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Relatório de Inflação**. Brasília, v. 24, n. 4, p. 1-73, dez. 2022m. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ri/202212> . Acesso em 08 mar. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 4.582, de 29 de junho de 2017**. Fixa a meta para a inflação e seu intervalo de tolerância para os anos de 2019 e 2020; Brasília, 2017. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50402/Res_4582_v2_L.pdf. Acesso em: 23 fev. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 4.671, de 26 de junho de 2018**. Fixa a meta para a inflação e seu intervalo de tolerância para o ano de 2021; Brasília, 2018. Disponível em: https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50618/Res_4671_v1_O.pdf. Acesso em: 23 fev. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Resolução nº 4.724, de 27 de junho de 2019**. Fixa a meta para a inflação e seu intervalo de tolerância para o ano de 2022; Brasília,

2019b. Disponível em:

https://normativos.bcb.gov.br/Lists/Normativos/Attachments/50785/Res_4724_v1_O.pdf. Acesso em: 23 fev. 2023.

BARBOSA, Fernando de Holanda. A crise econômica de 2014/2017. **Estudos Avançados**, São Paulo, v. 31, n. 89, p. 51-60, abr. 2017. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/s0103-40142017.31890006>. Acesso em: 08 mar. 2023.

BECKER, K. L. **Ampliação do programa Benefício de Prestação Continuada (BPC)**: essencial para amenizar a pobreza e urgente em tempos de pandemia. *Análise de Conjuntura*. Santa Maria, 2020. Disponível em: <https://www.ufsm.br/app/uploads/sites/820/2020/05/Análise-de-Conjuntura-02.pdf>. Acesso em 08 mar. 2023

BORGES, Bráulio. Meta mais realista. *In*: FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. Blog do IBRE. **Blog**. Rio de Janeiro, 23 fev. 2023b. Disponível em: <https://portal.fgv.br/artigos/debate-sobre-metas-inflacao-brasil> . Acessado em: 8 mar. 2023.

BORGES, Bráulio. O debate sobre as metas de inflação no Brasil. *In*: FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS. **Blog**. Rio de Janeiro, 15 fevereiro 2023a. Disponível em: <https://portal.fgv.br/artigos/debate-sobre-metas-inflacao-brasil>. Acessado em: 8 mar. 2023.

BRASIL. Atos do Poder Legislativo. **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; e altera artigo da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Brasília, 1964. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/lei-complementar-n-179-de-24-de-fevereiro-de-2021-305277273>. Acesso em: 17 fev. 2023.

BRASIL. Atos do Poder Legislativo. **Lei nº 13.982, de 2 de abril de 2020**. Estabelece medidas excepcionais de proteção social a serem adotadas durante o período de enfrentamento da emergência de saúde pública de importância internacional decorrente do coronavírus (Covid-19) responsável pelo surto de 2019, a que se refere a Lei nº 13.979, de 6 de fevereiro de 2020; e altera a Lei nº 8.742, de 7 de dezembro de 1993. Brasília, 2020. Disponível em: <https://www.in.gov.br/en/web/dou/-/lei-n-13.982-de-2-de-abril-de-2020-250915958>. Acesso em: 23 fev. 2023.

CARRARA, Anieli Fagundes; CORREA, André Luiz. O regime de metas de inflação no Brasil: uma análise empírica do ipca. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 16, n. 3, p. 441-462, dez. 2012. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/s1415-98482012000300004>. Acesso em 08 mar. 2023 em: 08 mar. 2023.

KING, Mervyn. The inflation target ten years on. **Bank Of England. Quarterly Bulletin**, London, v. 42, n. 4, p. 459-474, 01 Dec. 2002.

KREGEL, Jan A.. Was there an alternative to the Brazilian crisis? **Brazilian Journal of Political Economy**, São Paulo, v. 19, n. 3, p. 426-441, jul. 1999. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1590/0101-31571999-1189>. Acesso em: 08 mar. 2023.

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

LEI da autonomia do Banco Central entra em vigor. **Agência Senado**, Brasília, 26 fev. 2021. Disponível em: <https://www12.senado.leg.br/noticias/materias/2021/02/25/lei-da-autonomia-do-banco-central-entra-em-vigor>. Acesso em: 17 fev. 2023.

MATHEW, Jiji T. **Measuring central bank independence in twenty-five countries: a new index of institutional quality**. 8th Annual Conference on Money and Finance in Indian Economy. Mumbai, 2006.

MENDONÇA, Helder Ferreira de. A teoria da independência do Banco Central: uma interpretação crítica. **Estado Economia**, São Paulo, v. 30, n. 1, p. 101-127, jan. 2000. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/ee/article/download/117611/115308/216807> . Acesso em: 08 mar. 2023.

MENDONÇA, Helder Ferreira *et al.* Metas para inflação e variáveis macroeconômicas: uma avaliação empírica. *In*: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA, 33., 2005, Natal. **Anais [...]**. Brasília: ANPEC, 2005. Disponível em: <https://www.anpec.org.br/encontro2005/artigos/A05A040.pdf> . Acesso em: 08 mar. 2023.

MISHKIN, Frederic. Monetary Policy Strategy: lessons from the crisis. **Ecb Central Banking Conference**, Cambridge, v. 1, n. 6, p. 1-62, Feb. 2011. National Bureau of Economic Research. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.3386/w16755>. Acesso em: 08 mar. 2023

CAMPOS NETO, Roberto. Autonomia do Banco Central é sancionada. *In*: BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Blog**. Brasília, 25 fev. 2021. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/517/noticia>. Acesso em: 23 fev. 2023.

NEVES, André Lúcio; OREIRO, José Luís. O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica. **Ensaio FEE**, Porto Alegre, v. 29, n. 1, p. 101-132, jun. 2008.

SILVA, Mygre Lopes da; SILVA, Rodrigo Abbade da. Economia brasileira pré, durante e pós-pandemia do covid-19: impactos e reflexões. **Observatório Socioeconômico da Covid-19 FAPERGS**. Santa Maria: UFSM, 2020. (Texto para discussão 07). Disponível em: <https://www.ufsm.br/app/uploads/sites/820/2020/06/Textos-para-Discussão-07-Economia-Brasileira-Pré-Durante-e-Pós-Pandemia.pdf>. Acesso em 08 mar. 2023.

SOENDERGAARD, Niels *et al.* **Impactos da Covid-19 no agronegócio e o papel do Brasil**: parte I: cadeias produtivas e segurança alimentar. São Paulo: Insper - Centro de Agronegócio Global, n. 2, jun. 2020.

SOUZA, Michele Souza e. Desafios no enfrentamento da Covid-19 no México: resposta tardia e fragmentação institucional em uma federação desigual. *In*: MACHADO, Cristiane Viera.; PEREIRA, Adelyne Maria Mendes.; FREITAS, Carlos Machado de (ed.). **Políticas e sistemas de saúde em tempos de pandemia**: nove países, muitas lições. Rio de Janeiro: Observatório Covid-19 Fiocruz; Editora Fiocruz, 2022. p. 235-264. Informação para ação na Covid-19 *series*. Disponível em: <https://doi.org/10.7476/9786557081594.0009>. Acesso em: 08 mar. 2023.

TAYLOR, John B. Discretion versus policy rules in practice. **Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy**, Amsterdam, p. 195-214, 01 Dec. 1993.

TOMBINI, Alexandre. **Dez anos de metas para inflação no Brasil 1999-2009**. *In*: BANCO CENTRAL DO BRASIL (comp). Brasília: Banco Central do Brasil, v.1, p.9, 2011.

VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de; LUQUE, Carlos Antonio. Considerações sobre o problema da inflação. *In*: VASCONCELLOS, Marco Antonio Sandoval de; GREMAUD, Amaury P.; PINHO, Diva B. **Manual de economia**: equipe de professores da USP. São Paulo: Saraiva, 2017. p. 404-422