

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
BACHARELADO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

DJULIAN SCHMIDT PANTIN

**O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E A POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL
DURANTE A PANDEMIA DO CORONAVÍRUS**

Porto Alegre

2022

DJULIAN SCHMIDT PANTIN

**O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E A POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL
DURANTE A PANDEMIA DO CORONAVÍRUS**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado como requisito parcial à
obtenção do título de bacharel em Ciências
Econômicas da Faculdade de Ciências
Econômicas da Universidade Federal do Rio
Grande do Sul.

Orientador: Prof.Dr. Maurício Andrade Weiss

Porto Alegre

2022

CIP - Catalogação na Publicação

Pantin, Djulian Schmidt
O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E A POLÍTICA
MONETÁRIA NO BRASIL DURANTE A PANDEMIA DO CORONAVÍRUS
/ Djulian Schmidt Pantin. -- 2022.
87 f.
Orientador: Maurício Andrade Weiss.

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, 2022.

1. Metas de inflação. 2. Política monetária. 3.
Pandemia. 4. Brasil. I. Weiss, Maurício Andrade,
orient. II. Título.

DJULIAN SCHMIDT PANTIN

**O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO E A POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL
DURANTE A PANDEMIA DO CORONAVÍRUS**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado como requisito parcial à
obtenção do título de bacharel em Ciências
Econômicas da Faculdade de Ciências
Econômicas da Universidade Federal do Rio
Grande do Sul.

Orientador: Prof.Dr. Maurício Andrade Weiss

Aprovado em: Porto Alegre, 4 de outubro de 2022.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. Maurício Andrade Weiss - Orientador
Universidade Federal do Rio Grande do Sul - UFRGS

Prof. Dr. Alessandro Donadio Miebach
Universidade Federal do Rio Grande do Sul - UFRGS

Prof. Dr. Carlos Eduardo Schonerwald da Silva
Universidade Federal do Rio Grande do Sul - UFRGS

*Às duas mulheres mais importantes da
minha vida, minha mãe e minha avó, as
quais eu amo do fundo do meu coração.*

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, pelas virtudes que a mim foram passadas, e pelo apoio deles recebido desde pequeno em todos os desafios enfrentados;

À minha avó, por ter sido minha segunda mãe;

Ao meu primo, que sempre foi meu maior amigo e o qual considero como irmão;

À minha família, que sempre me apoiou, principalmente em momentos de adversidade;

Aos meus amigos e colegas, com os quais compartilhei essa e outras jornadas;

Aos meus professores, tanto da UFRGS quanto das outras instituições das quais tive o prazer de fazer parte, pelos conhecimentos compartilhados, instrumentais para a minha formação como pessoa e como cidadão;

Ao meu orientador, Maurício Andrade Weiss, pelo qual tenho grande estima, por sua sabedoria, disponibilidade e agilidade, que possibilitaram a completude deste trabalho.

A dificuldade não está nas novas idéias, mas em escapar das velhas, que se ramificam, para aqueles que foram criados como a maioria de nós foi, por todos os cantos de nossas mentes.

- John Maynard Keynes

RESUMO

A pandemia do Coronavírus trouxe consigo radicais mudanças ao ambiente econômico mundial. Ela causou disrupção nas cadeias produtivas, paralisação de linhas de produção, limitações à circulação de pessoas e, conseqüentemente, uma recessão global. A política monetária tem um papel importante na determinação da liquidez e no preço do crédito e do câmbio, fatores que são capazes de afetar a demanda agregada, fazendo com que ela se torne uma ferramenta indispensável em momentos de estresse econômico. O Banco Central do Brasil (BCB) é a entidade responsável pela execução da política monetária no país, atuando sob o regime monetário intitulado Regime de Metas de Inflação (RMI), que define as “regras do jogo” da política monetária. Portanto, o presente trabalho visa analisar a condução da política monetária pelo BCB durante a pandemia do Coronavírus. Retoma-se o RMI, desde a sua concepção e estrutura teórica, até sua manifestação prática e seu desenho institucional no Brasil. A política monetária e os dados de inflação, taxas de juros, emprego e produção industrial de diversos países são apresentados, bem como os preços de *commodities* e do dólar, para contextualizar a política monetária do BCB. São apresentadas as peculiaridades do caso brasileiro, tanto no tangente às vulnerabilidades externas quanto à política monetária. O país, por depender de capital financeiro externo para manter sob controle a inflação via canal de câmbio, deve praticar altas taxas de juros, que também servem ao objetivo de estabilização do setor financeiro nacional. Também há grande influência de preços administrados sobre o índice de preços do país, assim como a presença de obstrução nos canais de política monetária. Associa-se a isso o fato que, na pandemia, a pressão inflacionária adveio principalmente de altas em preços de *commodities* e de dificuldades nas cadeias produtivas globais, e a inflação brasileira apresentou características típicas de uma inflação de custos, a qual a política monetária tem pouca capacidade de controlar. Ela enfrenta, por conseguinte, várias dificuldades ao perseguir o objetivo de controle inflacionário, assim como o de pleno emprego e crescimento econômico. Revisa-se, por fim, as decisões de política monetária tomadas pelo COPOM (Comitê de Política Monetária), concluindo-se que, nesse caso, mesmo o COPOM e o BCB promovendo política monetária de maneira tempestiva e acertada, ela não foi capaz de atingir os objetivos macroeconômicos.

Palavras-chave: Metas de inflação; Política monetária; Pandemia; Brasil.

ABSTRACT

The Coronavirus pandemic has brought with it radical changes to the world's economic environment. It caused disruption in production chains, paralysis of production lines, limitations on the movement of people and, consequently, a global recession. Monetary policy plays an important role in determining liquidity and the price of credit and exchange rates, factors that are capable of affecting aggregate demand, making it an indispensable tool in times of economic stress. The Banco Central do Brasil (BCB) is the entity responsible for executing monetary policy in the country, operating under the Inflation Targeting Regime (ITR), which defines the "rules of the game" for monetary policy. Therefore, the present work aims to analyze the execution of monetary policy by the BCB during the Coronavirus pandemic. The ITR is revised, from its conception and theoretical structure, to its practical manifestation and institutional design in Brazil. Monetary policy and data on inflation, interest rates, employment and industrial production from several countries is presented, as well as commodity and dollar prices, to contextualize the BCB's monetary policy. The peculiarities of the Brazilian case are presented, both in terms of external vulnerabilities and monetary policy. The country, as it depends on external financial capital to keep inflation under control via the exchange rate channel, must practice high interest rates, which also serve the objective of stabilizing the national financial sector. There is also a strong influence of administered prices on the country's price index, as well as the presence of obstructions in the monetary policy channels. Taking this into account and the fact that, during the pandemic, inflationary pressure came mainly from high commodity prices and difficulties in global production chains, the Brazilian inflation presented typical characteristics of cost inflation, which monetary policy has little ability to control. It, therefore, faces several difficulties in pursuing the objective of controlling inflation, as well as full employment and economic growth. Finally, the monetary policy decisions taken by the COPOM (Monetary Policy Committee) are revised, with the conclusion that, in this case, even though the COPOM and the BCB executed monetary policy in a timely and correct manner, it was not able to accomplish its macroeconomic objectives.

Keywords: Inflation targeting; Monetary policy; Pandemic; Brazil.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Curva de Phillips original.....	17
Figura 2 - Principais mecanismos de transmissão da política monetária	31
Figura 3 - Regra de Taylor vs Fed funds rate.....	33
Figura 4 – IPCA decomposto por setores – Julho 2022	71
Figura 5 – IPCA decomposto por setores – Agosto 2022.....	71
Figura 6 – IPCA decomposto por setores – Março 2022.....	72

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Produção Industrial (2019/01 = 100) e Casos de Covid-19 – China (2019/01 – 2022/01)	43
Gráfico 2 – Índice de emprego (2019/01 = 100) – países selecionados (2019/01 – 2021/11)	44
Gráfico 3 – IPCA geral e de produtos alimentícios durante a pandemia (2019/01 – 2022/01)	45
Gráfico 4 – Índice moeda em circulação (2019/01 = 100) – países selecionados (2019/01 – 2021/12)	46
Gráfico 5 – Índice de preços de commodities selecionadas (2019/01 = 100) (2019/01 – 2022/07)	47
Gráfico 6 – Inflação e taxa de juros % – Reino Unido (2019/01 – 2022/01)	49
Gráfico 7 - Inflação e taxa de juros % – Canadá (2019/01 – 2022/01)	50
Gráfico 8 - Inflação e taxa de juros % – Estados Unidos (2019/01 – 2022/01)	51
Gráfico 9 - Inflação e taxa de juros % – Japão (2019/01 – 2022/01)	52
Gráfico 10 - Inflação e taxa de juros % – Rússia (2019/01 – 2022/01)	53
Gráfico 11 - Inflação e taxa de juros % – México (2019/01 – 2022/01)	54
Gráfico 12 - Inflação e taxa de juros % – Chile (2019/01 – 2022/01)	55
Gráfico 13 - Inflação e taxa de juros % – Colômbia (2019/01 – 2022/01)	56
Gráfico 14 – Índices de atividade econômica (2019/01 = 100) e novos casos de Covid-19 – Brasil (2019/01 – 2022/06)	69
Gráfico 15 – Índices de atividade econômica (2019/01 = 100) e IPCA (2019/01 – 2022/06)	69
Gráfico 16 – Índices do petróleo e câmbio (2019/01 = 100) e IPCA (2019/01 – 2022/07)	70
Gráfico 17 – Dólar americano e reservas internacionais – diário (02/01/2019 – 16/08/2022)	74
Gráfico 18 – IPCA e taxa Selic % (2019/01 – 2022/08)	75
Gráfico 19 – Expectativas de inflação % – média do mercado - diário (02/01/2019 – 09/09/2022)	76

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
2 POLÍTICA MONETÁRIA E O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	15
2.1 SUSTENTAÇÃO TEÓRICA DO RMI	15
2.1.1 A priorização do controle da inflação	16
2.1.2 A política monetária e a taxa de juros	23
2.1.2.1 A taxa de juros como instrumento de política monetária	31
2.2 RMI NA PRÁTICA E O CASO BRASILEIRO	35
2.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS DO CAPÍTULO	40
3 EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL DURANTE A PANDEMIA	42
3.1 SITUAÇÃO GERAL	42
3.2 A POLÍTICA MONETÁRIA DE DIFERENTES PAÍSES DURANTE A PANDEMIA DO CORONAVÍRUS	48
3.2.1 Países desenvolvidos	48
3.2.1.1 Reino Unido	48
3.2.1.2 Canadá	49
3.2.1.3 Estados Unidos.....	50
3.2.1.4 Japão.....	51
3.2.2 Países emergentes	53
3.2.2.1 Rússia.....	53
3.2.2.2 México	54
3.2.2.3 Chile	55
3.2.2.4 Colômbia	56
3.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS DO CAPÍTULO	57
4 O BRASIL, A PANDEMIA E A POLÍTICA MONETÁRIA	59
4.1 CRÍTICAS AO RMI E RESSALVAS PARA O CASO BRASILEIRO	59
4.2 A PANDEMIA E A PRESSÃO INFLACIONÁRIA	67
4.3 A POLÍTICA MONETÁRIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL	72
4.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS DO CAPÍTULO	77
5 CONCLUSÃO	79
REFERÊNCIAS	82

1 INTRODUÇÃO

A pandemia do Coronavírus, que teve início em março de 2020¹, trouxe radicais mudanças ao ambiente econômico mundial. Ela causou disrupção nas cadeias produtivas, paralisação de linhas de produção, limitações à circulação de pessoas e, conseqüentemente, uma recessão global. Como resposta a crises dessa escala, é comum que haja envolvimento das autoridades responsáveis pela condução da economia para evitar o colapso econômico e social, o que, nesse caso, não foi diferente. Entre essas autoridades estão os bancos centrais, que atuam através da política monetária, influenciando o nível de moeda em circulação pelos seus instrumentos de controle, com o objetivo de guiar a demanda agregada. Tendo a política monetária um papel importante na determinação do preço do crédito, do câmbio e da liquidez, ela se torna uma ferramenta indispensável em momentos de estresse econômico.

O Banco Central do Brasil (BCB), que segue as orientações do Conselho Monetário Nacional (CMN), é a entidade responsável pela execução da política monetária no país. Ele atua sob o regime monetário intitulado Regime de Metas de Inflação (RMI), que, no Brasil, como deixa claro em sua denominação, consiste no anúncio de uma meta de inflação pelo CMN para os anos seguintes, a qual o BCB deve trabalhar para atingir. Inerente ao RMI, portanto, é a noção de que a inflação é o melhor objetivo econômico a ser perseguido, em detrimento de outros que sejam conflitantes, como o pleno emprego ou o crescimento econômico. Ademais, a fim de cumprir com essa determinação, a política monetária tem o papel exclusivo de combater a inflação, sendo deixadas de lado a política fiscal e quaisquer interferências estatais que não partam diretamente do Banco Central através de seus instrumentos, utilizados para influenciar as condições de liquidez da economia.

Portanto, o presente trabalho visa analisar a condução da política monetária pelo Banco Central do Brasil durante a pandemia do Coronavírus. Acredita-se que, através dessa análise, seja possível refletir sobre o papel da política monetária no país, além de determinar se sua utilização durante a pandemia foi ótima, dadas as circunstâncias excepcionais, e se foi suficiente para atingir os objetivos macroeconômicos.

¹Ver <https://g1.globo.com/bemestar/coronavirus/noticia/2020/03/11/oms-declara-pandemia-de-coronavirus.ghtml>. Acesso em: 18/09/2022.

Referente ao aspecto teórico e bibliográfico, trabalhos de autores relevantes e de diferentes posicionamentos são utilizados como base. Os artigos de Mishkin, Taylor, Bernanke, Barro e Gordon, bem como trabalhos de autores nacionais, tais como Neves, Oreiro, Araújo, Feijó, Bresser-Pereira, Barboza e Paula, dentre outros, embasam o trabalho. Para suportar os argumentos apresentados, são trazidos dados de diversas fontes, tais como do FMI (Fundo Monetário Internacional), IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística), IPEA (Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada), OMS (Organização Mundial da Saúde), dentre outros. Espera-se que, através da exposição teórica e de dados que corroborem os achados do trabalho, seja possível atingir uma conclusão definitiva em relação à condução da política monetária durante a pandemia no Brasil.

Divide-se a monografia, então, em outros três capítulos além desta introdução e da conclusão, totalizando-se cinco capítulos. Para se compreender o funcionamento da política monetária e os objetivos macroeconômicos estabelecidos pelo RMI, no capítulo dois é feita uma revisão do arcabouço teórico que deu origem ao referido regime. Tratar-se-á de aspectos basilares, como a Curva de Phillips e o seu *trade-off* entre inflação e desemprego, além de sua utilização pelo governo para influenciar o nível de desemprego, a demanda agregada e o nível de preços; o pressuposto da racionalidade; e por fim as expectativas racionais. Apresenta-se o modelo de Barro e Gordon (1983) para demonstrar as recomendações de política governamental e monetária advindas dos fundamentos teóricos citados.

No mesmo capítulo ainda são apresentados os canais de transmissão da política monetária, visto que sua utilização, em detrimento de outras políticas como a fiscal, é uma das recomendações do RMI, além de ser o foco para este trabalho. Após essa exposição, aborda-se a taxa de juros como ferramenta de política monetária. Finalizando o capítulo, examina-se o RMI na prática, como as recomendações advindas do arcabouço teórico se manifestam em termos institucionais e de desenho do regime monetário, além de como este desenho se deu no Brasil e em que pé o país adota as recomendações postas pelos defensores do regime.

Posteriormente à exposição teórica, o capítulo três aborda os impactos da pandemia de Covid-19 na economia global. Aqui são apresentados os seus efeitos sob uma perspectiva geral, levando-se em conta os problemas enfrentados no mundo inteiro, como o desalinhamento das cadeias produtivas, flutuações na

demanda e oferta de produtos essenciais e não essenciais, bem como os impactos dos respectivos fatores na determinação dos preços. Observa-se que a pandemia pode ser dividida em duas fases sob a ótica da política monetária; a primeira fase, em 2020, quando há deflação e queda no emprego e na produção, e a segunda fase, em 2021, em que as economias começam a retomar suas atividades e há, por conseguinte, pressão inflacionária. Logo, são expostas brevemente as trajetórias das taxas de juros e de inflação em seis países adeptos do RMI, com o fim de demonstrar as diferenças na condução da política monetária entre economias avançadas e emergentes, além de servir como comparativo para o Brasil, que é abordado em detalhe no capítulo seguinte.

No último capítulo de desenvolvimento o foco se torna, por conseguinte, para o Brasil. São abordadas críticas e ressalvas relativas ao RMI e à condução da política monetária no país, que envolvem observações quanto à sua potência para influenciar a inflação, a presença de preços administrados no índice de preços, a ideia da obstrução dos mecanismos de transmissão da política monetária no país, além de características peculiares dos países emergentes que dificultam a execução da política monetária. Após a apresentação das críticas, volta-se para a questão da inflação durante a segunda fase da pandemia no Brasil, importante para compreender o potencial da política monetária de cumprir com seu objetivo principal de combate à subida no nível de preços. Questiona-se o papel do Banco Central e do governo como um todo na determinação dos preços no mercado interno, tendo em vista as pressões inflacionárias advindas do mercado externo. Concluindo o capítulo, analisa-se a política monetária do BCB e as decisões tomadas pelo COPOM (Comitê de Política Monetária) quanto à taxa de juros, averiguando-se a tempestividade de suas determinações e a efetividade da política monetária em prevenir a inflação durante e após a pandemia da Covid-19.

2 POLÍTICA MONETÁRIA E O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO

O Banco Central do Brasil (BCB) é a instituição responsável por executar a política monetária de acordo com as normas e determinações estipuladas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Desde a segunda metade de 1999, isso significa que o BCB deve regular a liquidez da economia, principalmente através da taxa de juros, para que se atinja ou se chegue o mais próximo possível de uma meta de inflação determinada para cada ano pelo CMN.

Essas são as características básicas do Regime de Metas de Inflação (RMI) adotado no Brasil. Esse regime tem como seu principal objetivo o que consta na sua própria denominação: promover níveis de inflação próximos à meta estipulada pelo governo. Ele tem a premissa de atacar diretamente a inflação, em oposição a outros regimes, como os que tentam controlar o câmbio ou agregados monetários. Por isso, não é coincidência que tenha sido implementado no país em 1999, logo após a adoção do câmbio flutuante, já que com a extinção do câmbio fixo o país necessitava de outra “âncora” para que a inflação não saísse de controle.

Como o BCB é o executor da política monetária, um entendimento acerca das “regras do jogo” sob as quais ele atua se faz muito oportuno para que possamos analisar os movimentos na política monetária promovidos pela instituição ao longo da pandemia do Coronavírus.

2.1 SUSTENTAÇÃO TEÓRICA DO RMI

De acordo com Mishkin (2004), o RMI é composto de cinco elementos: 1) o anúncio público de uma meta numérica de médio prazo para a inflação; 2) um compromisso institucional com a estabilidade de preços como objetivo primário da política monetária; 3) uma estratégia que inclua informação e múltiplas variáveis utilizadas para determinar o ajustamento dos instrumentos de política monetária; 4) maior transparência da estratégia de política monetária através da comunicação ao público e ao mercado sobre os planos, objetivos e decisões das autoridades monetárias; e 5) maior responsabilização do banco central para atingir os objetivos de inflação.

Tendo em vista o exposto pelo autor, existem três perguntas essenciais que devem ser respondidas para compreendermos os objetivos do RMI, suas características, sustentação teórica e aplicação prática:

- Por que buscar atingir uma meta de inflação?
- Por que o foco deve ser a política monetária?
- Por que utilizar a taxa de juros como principal ferramenta de política monetária?

Partindo destes questionamentos é possível chegar ao núcleo teórico que embasa as recomendações do RMI, desde os seus pressupostos até as conclusões advindas deles, além de levantar outras questões importantes para a compreensão do regime monetário atualmente utilizado no Brasil. Em vista disso, seguem nas próximas subseções os desenvolvimentos teóricos que dão sustentação ao RMI.

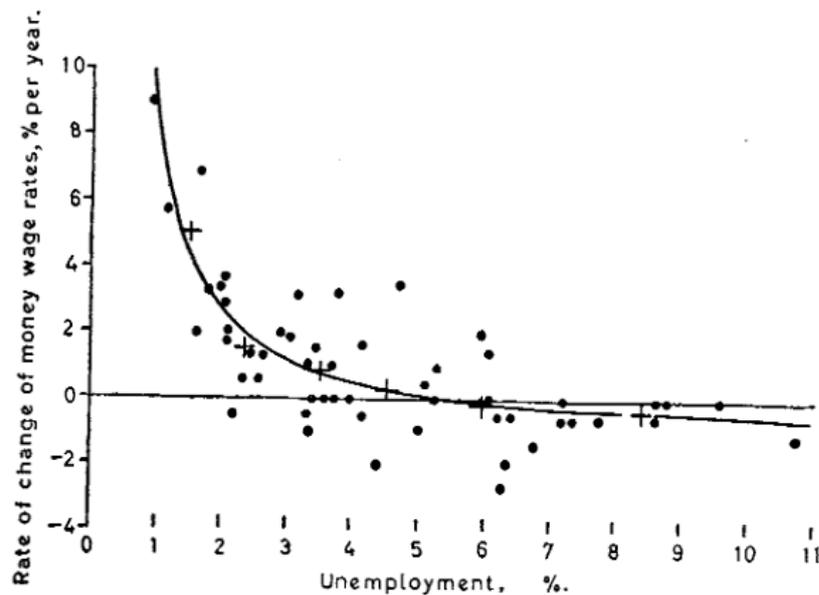
2.1.1 A priorização do controle da inflação

Neves e Oreiro (2008) realizam uma reconstrução histórica da evolução do arcabouço teórico que serve de sustentação para o RMI. Segundo os autores, um dos primeiros e principais desenvolvimentos teóricos que levaram à criação do RMI é o que ficou conhecido como Curva de Phillips. Ela representa graficamente uma relação que hoje é considerada elementar: o *trade-off* entre inflação e desemprego, fato que, segundo os autores, “foi intensamente explorado, nos anos 60, pelos economistas e *policymakers*, para reduzir a taxa de desemprego em detrimento do combate à inflação” (NEVES; OREIRO, 2008, p. 104). O mecanismo por trás desse *trade-off* é simples, pois ele nada mais é do que a extrapolação de outro mecanismo, o mais basilar do estudo da economia, que é a relação entre as curvas de oferta e demanda. Considerando-se meios de produção em plena utilização, no curto prazo os níveis de produção agregada não conseguem se adequar a diferentes níveis de demanda agregada, que se altera a depender da massa salarial, que muda a depender do percentual de empregados. Logo, o ajuste se dá via preços:

%Empregados↑ => Massa Salarial↑ => Demanda Agregada↑ => Oferta Agregada(=)
=>Preços↑.

Esse aumento generalizado dos preços decorrente de um aumento na demanda agregada é o que caracteriza uma inflação de demanda, e deriva disso o reconhecido *trade-off* entre inflação e desemprego expresso pela Curva de Phillips.

Figura 1 - Curva de Phillips original



Fonte: Phillips (1958, p. 285).

Apesar de seu uso inicial como ferramenta para combater o desemprego, a Curva de Phillips começou a ser discutida como meio para promover estabilidade de preços e combate à inflação, em oposição ao pleno emprego. Essa ideia passou a ser defendida após anos de inflação alta e baixo crescimento em meados dos anos 60 e 70, especialmente nos EUA, e, principalmente, pela corrente monetarista:

Phelps e Friedman apresentaram uma hipótese alternativa como explicação para esse insucesso na exploração da Curva de Phillips, ao distinguirem efeitos de curto e longo prazos de mudanças não antecipadas na demanda agregada nominal: a hipótese da taxa natural de desemprego. (NEVES; OREIRO, 2008, p. 104).

Portanto, a razão para defender o controle de preços e não o pleno emprego e aumentos nos salários é que, segundo os economistas dessa corrente, o *trade-off* entre inflação e desemprego não ocorreria no longo prazo. À medida que um governo prioriza atingir níveis de emprego acima de um nível considerado “de equilíbrio” entre inflação e desemprego, a inflação tende a aumentar mais e mais, já que os agentes, que temporariamente sofrem de “ilusão monetária”, percebem que o aumento na sua remuneração não passa de um aumento nominal; logo, alteram seus preços (salários, aluguéis, preços de produtos em geral), para que não haja perda real no seu poder de compra.

Desta forma, o ideal é que se busque uma inflação baixa e estável e que a taxa de desemprego se mantenha próxima à sua taxa natural de equilíbrio, a NAIRU (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*), promovendo, assim, o melhor

funcionamento da economia, crescimento econômico sustentável, e evitando distorções decorrentes de alterações de preços, ideia que é evidente no pensamento de Friedman:

Our economic system will work best when producers and consumers, employers and employees, can proceed with full confidence that the average level of prices will behave in a known way in the future-preferably that it will be highly stable. (FRIEDMAN, 1968, p. 13).

A evolução do argumento para a priorização do controle da inflação surgirá com o desenvolvimento da teoria de expectativas racionais, como mostram Neves e Oreiro (2008). Se antes os agentes sofriam de ilusão monetária, segundo as expectativas racionais, agora, os agentes passarão a considerar o comportamento da autoridade monetária na determinação de seus preços, levando a um resultado similar ao do caso já exposto: caso um governo realize uma política expansionista, deverá incorrer em alterações do nível de preços cada vez maiores para manter a economia em um nível de emprego acima da NAIRU, já que os agentes ajustarão suas expectativas para levar em conta o comportamento do governo, e assim ajustarão os seus preços.

Assim, as tentativas dos *policymakers* de influenciar o comportamento do produto e da taxa de desemprego por meio de políticas monetárias não antecipadas teriam impactos somente no curto prazo, pois os agentes racionais reformulariam as suas expectativas, retornando para a taxa natural de desemprego. O único resultado permanente seria o aumento da inflação. (NEVES; OREIRO, 2008, p. 106).

Uma das representações modernas do pensamento é vista em Mishkin (2000). O autor realiza uma síntese do conhecimento acerca da atuação dos Bancos Centrais e estabelece sete princípios guias da política monetária para que eles exerçam suas funções. O primeiro dos princípios, e o mais importante para o RMI, é o da estabilidade de preços, e que ela traz benefícios significativos. Segundo Mishkin (2000), a estabilidade de preços ajuda os indivíduos e as firmas a escaparem dos custos da inflação, colabora para um aumento na eficiência da economia e diminui as distorções causadas pela interação entre impostos e a inflação. Ele afirma que as evidências apontam para a conclusão de que estabilidade de preços colabora para o crescimento da economia de um país, porém admite que “time-series studies of individual countries and cross-national comparisons of growth rates are not in total agreement” (MISHKIN, 2000, p. 1), mas

reitera “there is a consensus that inflation is detrimental to economic growth” (MISHKIN, 2000, p. 1).

Fica estabelecida, então, a primeira das características do RMI, a noção de que no longo prazo deve se priorizar o combate à inflação e que esse deve ser o principal objetivo da autoridade monetária. Porém, enquanto ocorreriam os referidos desenvolvimentos teóricos, seguia em discussão outro debate: se as autoridades monetárias deveriam ser livres para conduzir a política monetária como julgassem melhor, ou se deveriam seguir um conjunto de regras:

Paralelamente às novas concepções teóricas que estavam se desenvolvendo, já havia uma discussão, que se iniciou a partir do questionamento sobre qual a melhor forma de reduzir os custos das políticas monetárias: se por meio de adoção de regras, dado o seu conhecimento público e o comprometimento das autoridades monetárias em perseguir os objetivos preestabelecidos, se através de políticas discricionárias, uma vez que se tem a otimização das políticas em cada momento do tempo. Essa questão ficou conhecida como o debate regras versus discricionariedade. (NEVES; OREIRO, 2008, p. 106).

A principal vantagem da discricionariedade é a opção de promover política monetária de maneira ótima para atender às demandas do presente momento, sem que se fique preso a instrumentos ineficientes ou expectativas que limitam a atuação da autoridade monetária. Esses também são seus principais problemas. O manejo das expectativas do mercado e da sociedade acerca do nível de preços é uma das principais características do RMI, e uma autoridade monetária que não segue qualquer regra ou padrão de comportamento deixa em aberto a opção para políticas inflacionistas; logo, a adoção de regras se torna a melhor opção e a única compatível com os outros desenvolvimentos teóricos que compõem o RMI.

Outro problema, que de acordo com os autores seria evitado com a adoção de regras, é a inconsistência temporal. A inconsistência temporal é, essencialmente (e segundo os proponentes das políticas de controle da inflação), resultado do mau uso da relação explicitada pela Curva de Phillips. Como explica Mishkin (2000) em seu terceiro princípio guia para autoridades monetárias (“Time Inconsistency Is a Serious Problem To Be Avoided” (MISHKIN, 2000, p. 2)), um governante pode se sentir tentado a abusar da relação entre desemprego e inflação para promover melhores níveis de emprego e, assim, elevar a sua popularidade, levando, no longo prazo, contudo, apenas ao aumento da inflação, já que o nível de desemprego inevitavelmente voltará ao patamar anterior. Kydland e Prescott (1977) foram grandes proponentes da adoção de regras na política monetária, justamente para

evitar o problema de inconsistência temporal, inibindo o problema descrito por Mishkin (2000), por vezes chamado de viés inflacionário².

Barro e Gordon (1983) estipulam um modelo que obedece às especificações teóricas expostas até aqui (racionalidade, criação de expectativas pelos agentes e exploração da Curva de Phillips pelos *policymakers*), útil para compreender as implicações e conclusões advindas de tais pressupostos. Primeiramente, no modelo, o governo pode gerar “inflação surpresa” $(\pi_t - \pi_t^e)$ ³ para alterar o nível de desemprego no momento atual (U_t) ⁴, desviando momentaneamente da taxa natural de desemprego para o momento atual (U_t^n) , sendo que a responsividade de U_t a $(\pi_t - \pi_t^e)$ depende da sensibilidade (ou curvatura) da Curva de Phillips (α) ⁵, ficando da seguinte forma:

$$U_t = U_t^n - \alpha(\pi_t - \pi_t^e), \quad \alpha > 0.$$

Outros pressupostos adotados são de que U_t^n é afetado por choques permanentes, porém que se dissipam com o tempo, fazendo com que a média das taxas naturais de desemprego (\overline{U}^n) seja constante, e que qualquer $\pi_t \neq 0$ gerará custos à sociedade, os quais devem ser minimizados e são representados pela seguinte equação:

$$Z_t = \alpha(U_t - kU_t^n)^2 + b(\pi_t)^2, \quad a, b > 0, \quad 0 \leq k \leq 1.$$

É possível observar em $(U_t - kU_t^n)^2$ que qualquer desvio de U_t da taxa natural de desemprego (U_t^n) também gerará custos. Logo, a minimização dos custos

²O conceito *viés inflacionário* deriva do argumento de ineficácia das políticas. O âmago do conceito pode ser entendido como a tentação que os governos possuem de buscar um aumento do produto e/ou redução do nível de desemprego por meio do uso de políticas monetárias expansionistas. Em outras palavras, os governos são propensos a fazer uso do chamado princípio aceleracionista da curva de Phillips (versão Friedman-Phelps), cujo resultado de longo prazo seria apenas um aumento da taxa de inflação. Daí o termo viés inflacionário – má condução da política monetária que acarreta como único resultado maior inflação. (MENDONÇA, 2001, p. 72).

³ π_t = inflação do momento atual; π_t^e = inflação esperada para o momento atual.

⁴Os autores consideram que apenas a expectativa de inflação e a própria inflação presentes influenciam o nível de desemprego atual para simplificar o modelo, podendo valores t-1, t-2, etc. serem adicionados, porém sem alterarem as conclusões do modelo.

⁵Ou seja, quanto mais próximo de zero seja (α) , mais inelástico será o desemprego a divergências na inflação da inflação esperada.

para a sociedade envolve uma escolha direta da inflação (π_t) pelo governo⁶ que mantenha o nível de emprego o mais próximo da sua taxa natural e a inflação o mais próximo de zero possível. A existência de um “coeficiente de eficiência” (k) multiplicando U_t^n serve para representar custos externos que afetam o desemprego natural, como impostos e compensações trabalhistas⁷; logo U_t ótimo tenderá a ser superior a U_t^n , gerando pressão para que o governo tome uma posição ativa na determinação do nível de emprego⁸. Por fim, (α) e (b) são parâmetros utilizados para quantificar os custos gerados respectivamente por cada desvio de k de U_t , e de π_t de zero.

No longo prazo, considerando dadas informações iniciais I_0 , e uma taxa de desconto constante (r), o objetivo do governo será minimizar:

$$E \left[\sum_{t=1}^{\infty} \frac{Z_t}{(1+r)^t} \right] | I_0$$

Encarando, portanto, a minimização do custo à sociedade como um jogo repetido infinitas vezes, em que I_t depende de $I_{t-1}, I_{t-2}, I_{t-3}, \dots$, os agentes e o governo começarão cada período de tempo escolhendo (π_t^e) e (π_t), respectivamente. Essas escolhas serão baseadas na informação disponível, representada por I_{t-1} . Como os agentes determinam (π_t^e) baseados em I_{t-1} , a cada tentativa do governo de determinar $\pi_t > \pi_t^e$ para que $U_t < U_t^n$ o custo Z_t subirá mais, dado que um de seus componentes é a própria inflação (π_t).⁹

Essa situação pode se revelar um tanto problemática, considerando que o governo escolhe π_t levando em conta π_t^e , os agentes privados podem, teoricamente, “capturar” o governo, forçando-o a escolher uma determinada taxa de inflação, fato análogo ao apresentado como possível causa para altas taxas de juros no Brasil em Feijó et. al. (2022) e Reis (2018), em que os agentes do setor financeiro influenciam a política monetária brasileira através das suas expectativas de inflação.

⁶Os autores assumem que o governo manipulará uma variável diretamente ligada à inflação, como o agregado monetário, e ignoram relações dinâmicas entre as variáveis. Dessa maneira, considera-se que o governo escolherá (π_t) diretamente.

⁷Quanto mais próximo de zero seja (k), mais ineficiência é gerada pelos custos citados.

⁸Apesar de $0 \leq k \leq 1$ ser o padrão no modelo, os autores consideram que a escolha que se aproxime mais da realidade seja $0 < k < 1$, visto que nenhuma economia ou política fiscal será tão ineficiente para que $k = 0$ ou tão eficiente para que $k = 1$.

⁹Aqui também temos um exemplo da inconsistência temporal, apresentada anteriormente.

Desse modelo também surge mais uma defesa das regras em detrimento de discricionariedade. No caso de um governo discricionário, ele determina π_t em cada etapa do jogo, sujeito a π_t^e . Ao escolher π_t para todos os períodos, através de regra determinada previamente, π_t torna-se independente de π_t^e , e os agentes passam alterar suas expectativas de acordo com a política governamental, e não o contrário¹⁰. Ao determinar uma taxa de inflação *a priori*, no entanto, o governo, naturalmente, abrirá mão de parte do controle sobre o desemprego, fator que é muito atacado pelos críticos ao RMI.

Por fim, Barro e Gordon (1983) afirmam que existe um *trade-off* disponível ao governo, que advém do *trade-off* original da Curva de Phillips. No caso em que não existam regras, o governo pode escolher fazer política de controle de inflação e assim criar uma “reputação”.¹¹ Como os agentes adaptam suas expectativas, um governo que sempre preze pela inflação baixa gerará expectativas de inflação baixa, produzindo benefícios no longo prazo. O governo deve, portanto, abrir mão do benefício de curto prazo de reduzir o desemprego em todas as etapas para que $\pi_t^e = 0$ continue a valer.

Vale ressaltar que no caso de um jogo finito (por exemplo, em que a chance de um governante se reeleger seja 0%), os benefícios de uma boa reputação são finitos, logo, ao chegar à última etapa, o governante tenderá a priorizar o benefício de curto prazo $U_t < U_t^n$. É possível que o governante em questão decida manter a reputação no caso em que sua chance de se reeleger seja diferente de 0%, mas a tendência a inflacionar fica maior quanto mais sua chance de ganhar se aproxima de 0%.¹² Para que a estratégia de priorização da inflação funcione, portanto, depende-se do comprometimento do governo com a referida estratégia:

¹⁰Um fator interessante apontado pelos autores, e de maior relevância em países em desenvolvimento, é que as regras também servem para inibir o comportamento possivelmente danoso de governantes incompetentes. As regras, nesse sentido, conduzem as expectativas dos agentes para níveis menos inflacionários, considerando também que o governante não precisa ser de fato incompetente: basta os agentes o perceberem assim que a expectativa de inflação se adequará para níveis superiores. Esse argumento também pode ser extrapolado para servir como defesa de uma autoridade monetária independente, já que a menor influência dos governos sobre sua atuação significaria um compromisso mais firme com a meta de inflação determinada *a priori*.

¹¹Outro argumento em favor das regras: caso o governo determine previamente que escolherá $\pi_t = 0$ para todos os períodos, então ele não dependerá necessariamente da criação de uma reputação e π_t^e converge para 0 mais rapidamente. Esse fator inclusive foi favorável para a adoção do RMI no Brasil, já que o BCB se comprometeria a atingir uma meta estabelecida em momento anterior, permitindo aos agentes alinharem suas expectativas de inflação à respectiva meta.

¹²Este é outro argumento que pode ser utilizado em favor de uma autoridade monetária independente. Separando-a do governo sua reputação tenderá a se manter mesmo que o governo atue de maneira inflacionária.

O sucesso de um determinado regime monetário depende do nível de confiança que os agentes econômicos possuem nas autoridades monetárias. A credibilidade é, então, apontada como uma condição necessária para que as expectativas dos agentes econômicos estejam de acordo com os objetivos almejados pelo banco central. (NEVES; OREIRO, 2008, p. 121).

Percebe-se, portanto, que ao incorporar expectativas aos modelos que têm como base a Curva de Phillips, a recomendação principal que surge é de que os governos, e, por sua vez, as autoridades monetárias, priorizem o combate à inflação. Já que as expectativas dos agentes se adaptam às mudanças em política monetária e fiscal, é importante, também, que não se desvie significativamente da expectativa de inflação, já que isso trará custos futuros. Dessa maneira, é possível manter baixas as expectativas de inflação (e conseqüentemente a própria inflação) através de um firme compromisso das autoridades com esse objetivo:

2.1.2 A política monetária e a taxa de juros

Na subseção anterior é perceptível que, apesar de tratar indiscriminadamente política feita explicitamente pelo governo como um todo ou pela autoridade monetária, a autoridade monetária e, conseqüentemente, a política monetária, recebem maior destaque quando se trata do RMI. Isso se deve ao fato de que a política monetária é privilegiada no RMI, em detrimento da política fiscal. Segundo Mishkin (1995):

Fiscal policy has lost its luster since its heyday in the 1960s, partly because of concern over persistently large budget deficits, partly because of doubts that the political system can make tax and spending decisions in a timely way to achieve desirable stabilization outcomes. Meanwhile, monetary policy has been ever more at the center of macroeconomic policymaking. (MISHKIN, 1995, p. 3).

Portanto, como expressam Neves e Oreiro na sua revisão teórica, no RMI, “prevalece a idéia de economia de mercado em que as políticas macroeconômicas, como a política fiscal, são desestabilizadoras” (NEVES; OREIRO, 2008, p. 113).

Outro grande fator favorável à utilização da política monetária é que persiste a ideia de “neutralidade da moeda” no arcabouço teórico, inclusive observável através da existência da NAIRU. A política monetária possui a capacidade de afetar os preços e produto reais no curto prazo já que, apesar das expectativas racionais, os preços possuem certa rigidez no curto prazo, conseguindo, porém, se ajustar no longo prazo (TAYLOR, 1995). Isso faz com que seja possível realizar política de

controle de inflação para mantê-la dentro do esperado sem que o governo tenha que incorrer em medidas de corte ou expansão de gastos ou impostos, que podem gerar distorções duradouras e que são dependentes, muitas vezes, do poder legislativo para serem revertidas.

Sendo a política monetária a escolhida para promover os ajustes de curto prazo necessários ao RMI, cabe, então, reconhecer quais os seus canais de transmissão que levam alterações no estoque de moeda M a alterações no produto Y (que inevitavelmente acabam por afetar também o desemprego U da Curva de Phillips), a fim de combater a inflação π . A taxa de juros está inclusa em vários dos canais de transmissão, porém ela será explorada em maior detalhe após a exposição dos referidos canais.

Seguindo a exposição feita em Mishkin (1995), o primeiro canal de transmissão da política monetária é o que ocorre via a alteração na taxa de juros:

$$M \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow. ^{13}$$

A contração monetária $M \downarrow$, que essencialmente significa menos meios de pagamento disponíveis, faz com que eles fiquem mais caros, levando ao acréscimo da taxa de juros $i \uparrow$, a qual representa a remuneração do agente prestador por abrir mão de moeda. Como o custo do dinheiro emprestado $i \uparrow$ sobe, quaisquer investimentos em capital fixo (máquinas, equipamentos, edificações, etc.) tornam-se mais caros, fazendo com que o investimento $I \downarrow$ reduza, levando à diminuição na demanda sobre bens de capital e, portanto, ao produto $Y \downarrow$. Como foi apontado anteriormente, mudanças em Y podem ser razoavelmente traduzidas ou correlacionadas com mudanças em U ¹⁴, o desemprego na Curva de Phillips e no modelo de Barro e Gordon (1983).

O canal de transmissão via taxa de juros é considerado um dos mais importantes, visto que alterações nessa variável afetam tanto o mercado consumidor, representado pelas famílias, quanto os investimentos e o mercado

¹³Assim como no caso da Curva de Phillips, essa é outra das relações clássicas presentes no estudo da economia. Qualquer economista pode observar essa relação e ver que ela remete ao modelo ISLM de Hicks (1937), criado para trazer à economia clássica as ideias propostas por Keynes em “A teoria geral do emprego, do juro e da moeda”.

¹⁴Não necessariamente em grandeza ou intensidade, mas sim em direção do efeito (Ex.: $M \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow U \downarrow, Y \downarrow$).

financeiro, representado pelas firmas, como explica Taylor (1995). Esse autor também argumenta que alterações na taxa de juros de curto prazo têm a capacidade de afetar profundamente a economia já que alteram, mesmo que temporariamente, também as taxas de juros de longo prazo, e essas afetam em maior capacidade os investimentos em capital fixo. Como será exposto posteriormente, este é um dos grandes pontos de crítica ao RMI, que utiliza a taxa de juros como principal ferramenta de política monetária.

Partindo para o próximo canal de transmissão, é outro de extrema relevância, o do câmbio:

$$M \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow E \uparrow \Rightarrow NX \downarrow \Rightarrow Y \downarrow.$$

As duas novas variáveis $E \uparrow$ e $NX \downarrow$ representam, respectivamente, valorização da moeda e diminuição das exportações líquidas, decorrentes de uma contração monetária $M \downarrow$ e subsequente aumento dos juros $i \uparrow$. Um aumento em $i \uparrow$ faz com que mais depósitos fluam de outras economias para a economia doméstica (considerando perfeita mobilidade de capitais) devido ao diferencial de juros real, apreciando a moeda nacional e alterando os preços relativos entre as moedas¹⁵. Essa apreciação torna o produto produzido no território desse país mais caro aos compradores estrangeiros, levando a uma queda nas exportações. A apreciação também torna as importações mais baratas, fazendo com que haja uma pressão dupla para a queda das exportações líquidas (exportações – importações). *Coeteris paribus*, como exportações líquidas é um dos componentes do produto, $Y \downarrow$ sofre queda e conseqüentemente a inflação.

Vale notar que o canal do câmbio é de relevância especial para o Brasil, pois o país é extremamente dependente de exportações de *commodities* para gerar superávits na balança de bens e serviços, e com isso reduzir o déficit na conta de transações correntes no balanço de pagamentos. Esse canal também se mostra de suma relevância para controlar a inflação no caso de choques de oferta internacionais, já que a valorização da moeda no momento correto pode servir de contrapeso para o movimento altista de preços de alguma *commodity* importada e essencial ao mercado brasileiro, como o petróleo ou trigo. Segundo Feijó, Araújo e

¹⁵Ver Taylor (1995, p. 16).

Bresser-Pereira (2022), esse inclusive foi um canal muito explorado pelo BCB para controlar a inflação durante a pandemia do Coronavírus, frente aos choques de oferta internacionais.

O terceiro canal exposto é mais complexo, sendo ele o de preços de ativos. Mishkin (1995) expõe duas explicações para os efeitos da política monetária na economia através da alteração nos preços dos ativos, sendo a primeira a monetarista, que utiliza o q de Tobin (1969) para compreender a mudança na decisão das firmas de investir ou não, e a segunda, uma interpretação que leva em conta o chamado “efeito riqueza”. Primeiro, a representação da transmissão pelo q de Tobin:

$$M \downarrow \Rightarrow P_e \downarrow \Rightarrow q \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow.$$

Sendo P_e os preços dos ativos e o q de Tobin:

$$q = \frac{\text{Valor de mercado do Capital Instalado}}{\text{Custo de Reposição do Capital Instalado}}.$$

A conexão entre a política monetária e o q ocorre principalmente no numerador, já que o valor de mercado do capital instalado é representado no preço dos “papéis”¹⁶ da empresa, ou seja, P_e . Como explica Mishkin (1995), com menos moeda $M \downarrow$, os investidores ficam com liquidez abaixo do que consideram ideal; transformam, então, parte de seus investimentos em moeda, levando a uma queda da demanda por papéis de empresas, e, conseqüentemente, do seu preço $P_e \downarrow$. As empresas, vendo seu valor de mercado reduzir, portanto, $q \downarrow$, percebem que está menos vantajoso emitir novos papéis para financiarem novos empreendimentos e investimentos em capital físico, o que gera uma queda no investimento $I \downarrow$, logo, $Y \downarrow$. Seguindo essa dinâmica, uma contração monetária $M \downarrow$ favorece a compra de empresas menores pelas maiores, visto que seu valor de mercado $P_e \downarrow$ cai. Há, por conseguinte, desincentivo a novos investimentos e compra de capital novo e

¹⁶ Utilizado aqui como substituto de “equity” do texto de Mishkin.

incentivo à aquisição de outras empresas e capital antigo quando $q \downarrow$ cai decorrente de uma contração monetária $M \downarrow$.¹⁷

O outro meio pelo qual a política monetária afeta a economia alterando o preço dos ativos é conhecido como “efeito riqueza”, descrito através do seguinte esquema:

$$M \downarrow \Rightarrow P_e \downarrow \Rightarrow W \downarrow \Rightarrow C \downarrow \Rightarrow Y \downarrow.$$

Dessa vez, uma queda em $P_e \downarrow$ produz nos agentes a sensação de que estão mais pobres, pois parte de sua riqueza está alocada em ativos que perderam valor com a contração monetária. Essa desvalorização de sua riqueza $W \downarrow$ é percebida como uma diminuição de seus recursos totais no longo prazo, então, para compensar essa perda, os agentes reduzem o seu consumo $C \downarrow$. Logicamente, esses movimentos nos preços de ativos afetam principalmente detentores de títulos, que veem grande parte do seu portfólio mudar de valor de acordo com a política monetária; porém, até mesmo famílias que não têm nenhuma parte de sua riqueza alocada em papéis financeiros são afetadas pelo efeito riqueza, já que os preços dos imóveis sob sua posse também sofrem queda decorrente da contração monetária:

A monetary contraction can lead to a decline in land and property values, which causes households' wealth to decline, thereby causing a decline in consumption and aggregate output. This is described by the schematic above in which P_e also represents land and property values. Tobin's q theory also applies equally to structures and residential housing so that the schematic outlining the q -theory mechanism applies. A monetary contraction that leads to a decline in land and property values lowers their market value relative to replacement cost, with the resulting fall in their q leading to a decline in spending on structures and housing. (MISHKIN, 1995, p. 7).

Por fim, tem-se o canal de crédito, dividido, assim como o canal de câmbio, em duas interpretações, chamadas respectivamente de visão do balanço patrimonial e visão da liquidez. No entanto, devem ser feitos alguns apontamentos relativos ao canal de crédito enquanto são apresentados os esquemas, já que os bancos são responsáveis por fornecer grande parte dos empréstimos na economia e realizam um papel importante ao fazer o dinheiro chegar ou não nas mãos dos agentes econômicos:

¹⁷“A more Keynesian story comes to a similar conclusion because it sees the rise in interest rates coming from contractionary monetary policy making bonds more attractive relative to equities, thereby causing the price of equities to fall.” (MISHKIN, 1995, p. 6)

The bank lending channel is based on the view that banks play a special role in the financial system because they are especially well suited to deal with certain types of borrowers, especially small firms where the problems of asymmetric information can be especially pronounced. [...] Thus, contractionary monetary policy that decreases bank reserves and bank deposits will have an impact through its effect on these borrowers. (MISHKIN, 1995, p. 7).

A esquematização geral do efeito da política monetária é a seguinte:

$$M \downarrow \Rightarrow D_b \downarrow \Rightarrow L_b \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow.$$

Naturalmente, com uma redução na quantidade de moeda disponível na economia $M \downarrow$, ocorre uma queda no valor total dos depósitos feitos em bancos $D_b \downarrow$, que leva, então, à diminuição dos valores emprestados $L_b \downarrow$ pelos respectivos bancos às empresas, fazendo com que o investimento $I \downarrow$ total caia.

Considera-se, agora, a visão de balanço patrimonial. Como visto na esquematização do canal do preço de ativos, uma contração monetária leva à queda na riqueza dos agentes. Uma valoração menor dos ativos da empresa significa que ela terá menos propriedade para usar como garantias em empréstimos junto aos bancos. Essa queda nos preços dos ativos $P_e \downarrow$ em posse das empresas significa um problema maior de seleção adversa para os bancos $AS \uparrow$, pois as empresas fornecerão menores garantias ao tomar empréstimos; essas mesmas empresas, por outro lado, também tenderão a priorizar estratégias de investimento mais arriscadas, pois o capital que pode ser perdido na operação é comparativamente menor do que antes, fazendo com que haja, ao mesmo tempo, um maior problema de risco moral $MH \uparrow$. A esquemática que resume essa situação é a seguinte:

$$M \downarrow \Rightarrow P_e \downarrow \Rightarrow AS \uparrow \& MH \uparrow \Rightarrow L_b \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow.$$

A contração monetária ainda afeta o fluxo de caixa F_c das empresas, levando a um efeito similar:

$$M \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow F_c \downarrow \Rightarrow AS \uparrow \& MH \uparrow \Rightarrow L_b \downarrow \Rightarrow I \downarrow \Rightarrow Y \downarrow.$$

Assim como no caso do q de Tobin, deve-se levar em conta que os efeitos da política monetária contracionista afetam não somente as empresas, mas também consumidores, que observam seu poder de compra diminuir com o crédito mais caro:

Declines in bank lending induced by a monetary contraction should cause a decline in durables and housing purchases by consumers who do not have access to other sources of credit. Similarly, increases in interest rates cause a deterioration in household balance sheets because their cash flow is adversely affected. (MISHKIN, 1995, p. 8).

Concluindo a exposição do canal de crédito e dos mecanismos de transmissão da política monetária no geral, Mishkin (1995) fala a partir da perspectiva dos efeitos de liquidez, que, segundo ele, “have been found to be an important factor during the Great Depression (MISHKIN, 1978)”, e, portanto, não podem ser desconsiderados. O efeito da política monetária, repassado à economia através da mudança na liquidez, é o seguinte:

$$M \downarrow \Rightarrow P_e \downarrow \Rightarrow F_a \downarrow \Rightarrow FD \uparrow \Rightarrow C_{DH} \downarrow \Rightarrow Y \downarrow.$$

A transmissão, nesse caso, afeta a decisão dos indivíduos de consumir, e não necessariamente a dos emprestadores de emprestar (MISHKIN, 1995, p. 9). Se os consumidores esperam que no futuro próximo a economia passe por tempos difíceis, eles tenderão a preferir meios mais líquidos de riqueza, já que, caso surja a necessidade de vender seus bens mais ilíquidos, tenderiam a incorrer em grandes perdas.¹⁸ Pode-se dizer que esse mecanismo é análogo ao que é descrito por Keynes (1996) acerca das situações de grande incerteza, em que, segundo ele, os agentes econômicos preferem moeda a outras formas de riqueza, pois ela é o ativo mais líquido, tornando a política monetária inclusive ineficaz em casos extremos, a chamada “armadilha da liquidez”.

Ademais, a explicação para a esquematização é a seguinte: uma contração monetária $M \downarrow$ faz com que o preço dos ativos caia $P_e \downarrow$. Os consumidores, portanto, passam a se livrar de ativos financeiros ilíquidos $F_a \downarrow$, adiantando que sua chance de passar por dificuldades financeiras irá subir $FD \uparrow$. O efeito final é que o consumo em bens duráveis e de moradia cai $C_{DH} \downarrow$, fazendo, assim, com que o produto também caia $Y \downarrow$.

¹⁸“This is just a manifestation of the “lemons” problem described by Akerlof (1970), which helped stimulate research on the credit channel.” (MISHKIN, 1995, p. 9)

Além de todos os meios de transmissão apresentados, em geral considerados os mais relevantes ao tratar de política monetária, Mendonça (2001) apresenta mais um, denominado canal das expectativas, sobre o qual ele elabora:

...conquanto a literatura sobre o mecanismo de transmissão monetária não considere o canal das expectativas como um dos mais importantes [...] o BCB faz uso da política monetária assumindo que o canal das expectativas é fundamental no caso brasileiro. (MENDONÇA, 2001, p. 71).

O autor divide o efeito da mudança nas expectativas em duas fases, esquematizadas da seguinte maneira:

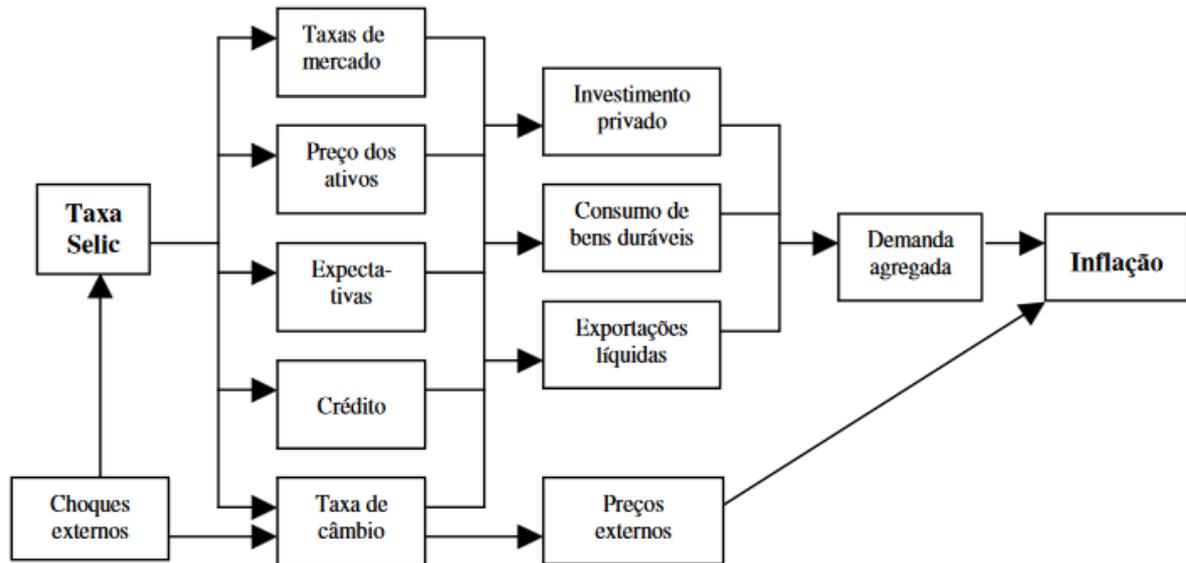
1ª fase: $M \downarrow \Rightarrow i \uparrow \Rightarrow r \uparrow \Rightarrow I_{ct} \downarrow \Rightarrow Y_{ct} \downarrow; e$

2ª fase: $CDFE \uparrow \Rightarrow i_{mt}^e \& i_{lt}^e \downarrow \Rightarrow I_{lt} \uparrow \Rightarrow Y_{lt} \uparrow.$

A divisão se faz necessária, já que o BC, através dos seus comunicados ao mercado e do manejo das expectativas, pode promover políticas recessivas no curto prazo enquanto mantém as expectativas positivas para o médio e longo prazo. Dessa maneira, o esquema descrito para a 1ª fase é apenas uma versão alterada do mecanismo de transmissão da taxa de juros, em que a taxa de juros de curtíssimo termo $i \uparrow$ aumenta e, conseqüentemente, a taxa de juros real $r \uparrow$, levando à redução dos investimentos no curto prazo $I_{ct} \downarrow$, e, então, do produto no curto prazo $Y_{ct} \downarrow$. Porém, na 2ª fase, o BC pode conduzir as expectativas de forma que a confiança no desempenho no futuro da economia $CDFE \uparrow$ seja positiva, levando a uma redução das taxas de juros esperadas para o médio e longo prazo $i_{mt}^e \& i_{lt}^e \downarrow$, fazendo com que haja uma retomada do investimento no longo prazo $I_{lt} \uparrow$, e, conseqüentemente, do produto $Y_{lt} \uparrow$ no longo prazo.

A forma como os mecanismos de transmissão da política monetária funcionam para reduzir a inflação foi apresentada em um esquema no relatório da inflação do BCB, para o mês de junho de 1999, e resume o que foi apresentado nesta seção acerca da política monetária:

Figura 2 - Principais mecanismos de transmissão da política monetária¹⁹



Fonte: Banco Central do Brasil (1999).

2.1.2.1 A taxa de juros como instrumento de política monetária

A taxa de juros, como visto previamente, pode influenciar a decisão de consumo dos agentes de várias maneiras, tornando-a uma candidata muito atraente à principal instrumento de política monetária por parte dos Bancos Centrais. Em conjunto com sua influência semidireta no produto, um importante fator para a sua utilização é que o resultado de uma eventual alteração de seu valor promove efeitos que seguem no mesmo sentido em todos os canais de transmissão da política monetária em que se faz presente: o seu aumento induzirá redução do produto tanto pela redução das exportações quanto pela supressão da demanda interna, por exemplo.

Apenas sua capacidade de controlar a inflação, no entanto, não explica sua utilização preferencial frente a outros instrumentos disponíveis aos bancos centrais. Devemos reconhecer, portanto, quais as vantagens que a taxa de juros possui em relação a outros instrumentos de política monetária e, em conjunto com o RMI, regimes monetários.

Além das supracitadas características, a taxa de juros se adéqua muito bem ao RMI. A taxa nominal de juros é facilmente observável e a taxa real facilmente calculável, colaborando para a transparência e *accountability* da autoridade monetária, fatores destacados por Mishkin (2000) como sendo de suma importância

¹⁹Versão retirada de Mendonça (2001, p. 72).

para o RMI. Outro regime que foca nos mesmos aspectos da política monetária é o que visa controlar os agregados monetários. Em certo respeito, esse tipo de regime é similar ao RMI, existindo o anúncio prévio de metas, ausência de dominância fiscal e taxa de câmbio flutuante (NEVES; OREIRO, 2008). A diferença essencial é que, no caso dos agregados monetários, mudanças no mundo financeiro promoveram alterações na velocidade das transações entre agentes econômicos, levando os agregados a não demonstrarem relações estáveis com a inflação ao longo do tempo, e, portanto, a serem muito inconsistentes em gerar resultados previsíveis (MISHKIN, 1999). Outro problema é que, ao contrário da taxa de juros, pode ser difícil para o Banco Central controlar esses agregados, o que impossibilitaria a sua utilização (MISHKIN, 1999).

Moreover, an unreliable relationship between monetary aggregates and goal variables calls into question the ability of monetary targeting to serve as a communications device that both increases the transparency of monetary policy and makes the central bank accountable to the public. (MISHKIN, 1999, p. 13).

Tendo isso em vista, o manuseio da taxa de juros prevalece como a melhor opção para o RMI em detrimento do manuseio dos agregados monetários.

A taxa de juros também pode servir como uma âncora para amenizar flutuações na taxa de câmbio (evidenciado pelo canal de câmbio explorado na subseção anterior), geradas por alterações no fluxo de capitais, e combater pressões advindas de choques de preços externos, já que no RMI é utilizado o câmbio flutuante. Nesse caso, há alto contraste com os regimes de câmbio fixo, em que a taxa de juros é também utilizada para manter o câmbio em determinado patamar, porém, sem levar em conta os efeitos internos de sua alteração, fazendo com que a política monetária perca totalmente sua independência (NEVES; OREIRO, 2008; MISHKIN, 1999). Fixar o câmbio a outro país também faz com que a taxa de juros fique associada a este mesmo país (MISHKIN, 1999). Portanto, o RMI possui a vantagem de promover maior independência do país no quesito controle da inflação e resiliência a choques externos, já que não há ligação direta a outro país, fato que ocorre no regime de câmbio fixo por conta da paridade fixa da moeda local com uma escolhida moeda estrangeira.

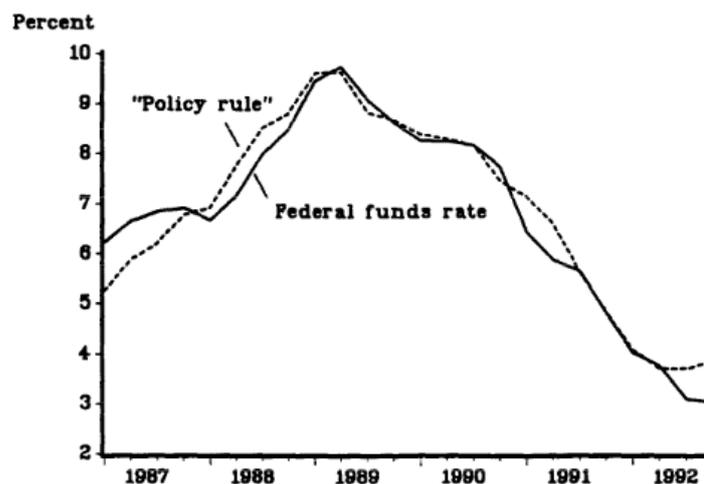
Observa-se, logo, que a priorização do uso da taxa de juros se dá não somente pela sua participação direta na determinação do emprego e produto, mas também pelas vantagens de clareza e flexibilidade quando associada ao RMI,

principalmente quando comparados a outros regimes monetários. Por fim, a compreensão quanto a sua determinação também simples, o que facilita a previsão do comportamento da autoridade monetária, importante para a estipulação de expectativas por parte dos agentes econômicos. Evidência de sua fácil compreensão e utilização é a simples equação que Taylor (1993) criou para prever os movimentos na taxa de juros do FED (*Federal Reserve*), o Banco Central dos EUA, que utiliza apenas a taxa de inflação passada e o desvio do produto de um valor implícito²⁰:

$$r = p + 0,5y + 0,5(p - 2) + 2.$$

Onde r é a taxa de juros dos *federal funds*²¹, p é a taxa de inflação ao longo do último ano e y é o desvio do produto de um valor estipulado como a meta implícita do Banco Central. Vale observar que os valores multiplicando y e $(p - 2)$ foram arbitrariamente escolhidos por Taylor (1993), o que não prejudicou a adaptação do modelo ao ocorrido na realidade. Outro apontamento a se fazer é que ele assume uma meta de inflação de 2%, por isso $(p - 2)$, e uma taxa de juros real de 2%, por isso $+2$.

Figura 3 - Regra de Taylor vs Fed funds rate



Fonte: Taylor (1993, p. 204).

²⁰O valor implícito seria o que aparenta ser a meta de produto da autoridade monetária, já que mesmo sob o RMI ela não deve apenas se preocupar com a inflação, mas também em manter o produto em níveis razoáveis (MISHKIN, 2000b).

²¹Nos EUA os bancos podem deixar parte de suas reservas nos bancos regionais do *Federal Reserve*, o Banco Central dos EUA. A taxa dos *federal funds* é a taxa remunerada nas transações *overnight* entre as instituições financeiras nesse país, o equivalente a taxa SELIC nas operações compromissadas no Brasil.

Essa descrição simples da determinação da taxa de juros permitiu a adaptação dessa regra a várias economias adeptas do RMI, incluindo o Brasil, como podemos observar no trabalho de Mendonça (2001). Para aplicar a regra de Taylor ao Brasil, o autor apenas generalizou a taxa de juros real e incluiu a taxa de juros dos EUA, fazendo com que a equação adaptada ao Brasil ficasse da seguinte maneira:

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

Nessa adaptação, fazendo paralelo à regra de Taylor original, $i_t = r$, $\pi_t = p$, r^* substitui e generaliza a taxa de juros implícita (+2), i_t^{EUA} é a taxa básica de juros dos EUA, $(\pi_t - \pi^*)$ substitui e generaliza $(p - 2)$ em que π^* é a meta de inflação, e, por fim, $y_t = y$.

Para o caso brasileiro, o autor considerou o fato de que no país, após o plano real, “houve a necessidade da manutenção de elevadas taxas de juros como forma de garantir o equilíbrio de curto prazo do balanço de pagamentos” (MENDONÇA, 2001, p. 74). Em decorrência disto, faz-se necessário, numa adaptação da regra de Taylor para o Brasil, levar em conta a taxa de juros dos EUA, como fez o autor, sobre a qual ele comenta:

Como o Brasil não representa o caso de uma grande economia, e ainda pelo fato de a taxa de juros no período posterior ao Real ter sido fixada com base no desequilíbrio externo e não no nível de atividades, é necessário que se incorpore à regra de Taylor original algum elemento que seja um indicador representativo de modificações da conjuntura internacional. (MENDONÇA, 2001, p. 74).

Tendo em vista o exposto até aqui, não é surpreendente que o BCB prefira utilizar a taxa de juros básica em detrimento, por exemplo, da taxa de redesconto ou alíquotas de reservas compulsórias. Além de ela apresentar numerosos atrativos que favorecem seu uso no mundo inteiro, o fato de ela atrair capital financeiro internacional através da remuneração de títulos públicos federais acima do pago na maioria dos países a torna ainda mais relevante para a política monetária brasileira, uso o qual atrai muitas críticas que serão expostas numa subseção subsequente.

2.2 RMI NA PRÁTICA E O CASO BRASILEIRO

Após a exposição da teoria genitora do RMI é relevante que se examine como as conclusões advindas da respectiva teoria se traduzem em aplicações no mundo real. Antes de continuar, no entanto, vale reiterar o que diversos autores declaram sobre o RMI, que ele não é uma regra no sentido clássico como recomendam alguns economistas monetaristas, mas sim um conjunto de regras, uma estrutura que guia a política monetária (BERNANKE; MISHKIN, 1997; MENDONÇA, 2001; NEVES; OREIRO, 2008; ARESTIS; PAULA; FERRARI-FILHO, 2009). Nesse sentido, seu foco é dar transparência à política monetária e mantê-la consistente ao longo do tempo, permitindo, porém, a adoção de medidas com certo nível de discricionariedade (BERNANKE; MISHKIN, 1997). Também é interessante notar que o RMI foi utilizado sob diversos arranjos institucionais e legais²²; logo, os diferentes RMIs apresentam distintas características que acomodam as peculiaridades dos países que decidiram o implementar; porém, sem fugir ou ignorar o arcabouço teórico exposto até aqui, seguindo no mínimo brandamente a maioria de suas recomendações.

Adiantando-se à implantação do aparato legal que suporta o RMI nos diferentes países, normalmente há a admissão e o anúncio da ideia de que a principal função da política monetária deve ser a de controle do nível de preços (BERNANKE; MISHKIN, 1997), como é possível observar no relatório de inflação do BCB de junho de 1999: “Ao longo dos últimos anos, começou-se a formar um consenso, entre economistas e bancos centrais, que o objetivo principal da política monetária deve ser a obtenção e a manutenção da estabilidade de preços.” (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 1999, p. 89). Tal racional advém do reconhecimento de que uma política monetária expansionista gerará apenas inflação no longo prazo, afetando variáveis reais como produto e emprego apenas no curto prazo. Por conseguinte, a meta de inflação será o objetivo primário da política e autoridade monetária que poderão acomodar metas secundárias, como de emprego, produto ou câmbio (BERNANKE; MISHKIN, 1997).

Em se tratando da meta de inflação, essa é uma das características principais do RMI: “The hallmark of inflation targeting is the announcement by the government, the central bank, or some combination of the two that in the future the central bank

²²Ver Tabela 1 em Bernanke e Mishkin (1997, p. 99).

will strive to hold inflation at or near some numerically specified level.” (BERNANKE; MISHKIN, 1997, p. 98). Tipicamente, o governo estipulará a meta numérica e o banco central ficará responsável de atingi-la, utilizando instrumentos elegidos por ele mesmo como os mais apropriados para o trabalho. Essa é a estrutura mais recomendável para a estipulação da meta e seu cumprimento, pois preserva os ideais democráticos enquanto fornece à autoridade monetária a autonomia necessária para que seus técnicos conduzam a política monetária da melhor maneira possível (MISHKIN, 2000b).

No Brasil, os agentes responsáveis por coordenar e executar, respectivamente, a política monetária são CMN, que representa o governo, e o BCB, que é a autoridade monetária. O CMN estipula as metas para três anos à frente, e o BCB deve trabalhar para atingi-las²³. O COPOM, constituído pelo presidente do BCB e seus diretores, se reúne a cada quarenta e cinco dias para receber informações do corpo técnico da instituição e discutir as condições macroeconômicas nacionais e mundiais, e, assim, tomar a decisão sobre a definição da taxa Selic, a taxa de juros básica da economia e principal instrumento de política monetária à disposição do BCB²⁴.

Ainda sobre a meta de inflação, ela é normalmente estipulada como um intervalo que deverá ser atingido dentro de um determinado período, tradicionalmente, porém não exclusivamente, por ano. Utiliza-se um IPC (índice de preços ao consumidor) como referência, que deve representar razoavelmente o nível de preços percebido pelos consumidores, mas pode excluir determinados itens suscetíveis a choques de oferta, “for example, the officially targeted price index may exclude some combination of food and energy prices, indirect tax changes, terms-of-trade shocks, and the direct effects of interest rate changes on the index” (BERNANKE; MISHKIN, 1997, p. 101). O índice que exclui preços mais voláteis e fora do controle da autoridade monetária é normalmente chamado de índice de “*core inflation*” (núcleo da inflação). Por fim, pode-se adotar uma “cláusula de escape”, para que o banco central não seja obrigado a incorrer em políticas demasiadamente recessivas nem tenha sua reputação danificada em situações macroeconômicas extraordinárias, permitindo maior flexibilidade (NEVES; OREIRO, 2008).

²³Ver <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/metainflacao>. Acesso em: 14/08/2022.

²⁴Ver <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/copom>. Acesso em 14/08/2022.

O IPCA (Índice Preços ao Consumidor Amplo), calculado pelo IBGE (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística), é o índice escolhido como referência para a condução da política monetária no Brasil. Ele representa a inflação de uma cesta de produtos e serviços de famílias que tem rendimentos entre um e quarenta salários mínimos e vivem em áreas urbanas²⁵. A meta estipulada pelo CMN, portanto, consiste num valor central para o IPCA e um intervalo aceito, nos últimos anos, tipicamente, de 1,5%. Não há cláusula de escape, e caso o BCB não tenha êxito em atingir a meta de inflação o seu presidente deve escrever uma carta ao presidente do CMN, atualmente o Ministro da Economia, para explicar o porquê do seu não cumprimento²⁶.

Como vimos, a meta segue esse desenho institucional para que haja transparência sobre a atuação da autoridade monetária e da eficácia das políticas adotadas, mas que ao mesmo tempo ela tenha liberdade para desviar temporariamente da meta sem incorrer em grandes perdas de credibilidade (NEVES; OREIRO, 2008). Para contribuir ainda mais para a transparência, o banco central pode publicar relatórios de inflação, minutas de reuniões e outros documentos que visem informar o público sobre suas decisões. De acordo com Bernanke e Mishkin (1997), esses instrumentos são essenciais para promover o entendimento do público acerca do RMI, além de promover apoio do público à política monetária com foco no controle da inflação no longo prazo (MISHKIN, 2000b). O Brasil não é exceção nesse caso, e o BCB, além de publicar as minutas das reuniões do COPOM, publica relatórios de inflação periodicamente, úteis para avaliar o foco da instituição, suas preocupações em relações à inflação futura e a previsão do Comitê quanto aos movimentos na taxa Selic.

Outro fator de relevância no tocante operacional do RMI e da política monetária é a questão preditiva. Segundo Mishkin (2000), os bancos centrais devem procurar agir de maneira preventiva, pois, ao aguardar que uma crise se desenvolva ou que a inflação saia de controle, os custos sociais, de produto e de retorno à meta de inflação serão muito superiores do que se ação fosse tomada anteriormente à desestabilização da economia. Uma parte da necessidade de se tomar ação preventiva são os longos *lags* entre o ajuste promovido pela política monetária e o

²⁵Retirado de: <https://www.ibge.gov.br/estatisticas/economicas/precos-e-custos/9256-indice-nacional-de-precos-ao-consumidor-amplo.html?=&t=conceitos-e-metodos>. Acesso em: 14/08/2022.

²⁶Retirado de: <https://www.bcb.gov.br/controleinflacao/metainflacao>. Acesso em: 14/08/2022.

seu resultado. Bogdanski, Tombini e Werlang (2000) explicam que, devido às características da economia brasileira, para que os canais relativos à demanda agregada tivessem seu efeito completo eram necessários cerca de seis a nove meses. Contudo, através de mudanças na taxa de juros nominal, que afetam a taxa de câmbio nominal, os autores afirmam que é possível influenciar a inflação do Brasil de maneira imediata, reduzindo a inflação “importada”. Ainda assim, a política monetária leva tempo para surtir um efeito significativo na economia; logo, deve ser operada considerando um espaço de tempo razoável entre a aplicação da política e o resultado decorrente.

Finalmente, um dos aspectos mais importantes é o referente à independência da autoridade monetária. Aqui devem ser feitas algumas distinções, já que um banco central pode se encontrar num estado de total dependência do governo, total independência, ou em qualquer ponto entre os dois extremos. Um banco central totalmente dependente não tem liberdade para determinar seu objetivo de política monetária, nem seus instrumentos, e serve essencialmente como mais um órgão do governo. Já um banco central totalmente independente pode definir à sua maneira como operar e até mesmo quais objetivos de política monetária perseguir. Outra distinção importante de ser feita nesse caso é em relação à independência de objetivos e de instrumentos, em que Bernanke e Mishkin (1997) utilizam o trabalho de DeBelle e Fischer (1994) para fazer essa diferenciação:

Goal independence implies the unilateral ability of the central bank to set its inflation targets and other goals, while instrument independence means that, although goals may be set by the government or by the government in consultation with the central bank, the central bank is solely responsible for choosing the instrument settings (for example, the level of short-term interest rates) necessary to achieve those goals. (BERNANKE; MISHKIN, 1997, p. 102).

Ainda segundo Bernanke e Mishkin (1997), a independência de instrumentos é a que aparentemente maximiza a *accountability* do banco central enquanto minimiza o uso político da autoridade monetária, permitindo que os objetivos da política monetária ainda sejam determinados de maneira democrática.

A independência de instrumentos da autoridade monetária também está relacionada com a sua credibilidade e reputação, já que, como vimos ao revisar o modelo de Barro e Gordon (1983), o incentivo à autoridade monetária para criar e manter uma reputação de cumprimento das metas é maior quando observamos o longo prazo. Acima de tudo, o banco central passa a depender muito mais de si

mesmo para a manutenção da sua reputação, o que fará com que ele preze por políticas responsáveis de longo prazo, além de ficar imune a pressões políticas:

Instrument independence insulates the central bank from the myopia that is frequently a feature of the political process arising from politicians' concerns about getting elected in the near future. Thus, instrument independence makes it more likely that the central bank will be forward looking and adequately allow for the long lags from monetary policy actions to inflation in setting their policy instruments. (MISHKIN, 2000, p. 6).

A responsabilização e construção da reputação da autoridade monetária atraem a confiança dos agentes econômicos, que passam a ver maior previsibilidade nas suas projeções futuras, permitindo uma convergência mais ágil das expectativas para a meta estipulada pelo governo (NEVES; OREIRO, 2008). Logo, a confiança dos agentes na autoridade monetária “facilitaria a redução da taxa de juros e diminuiria o sacrifício em termos de produto e emprego.” (NEVES; OREIRO, 2008, p. 128).

Como já foi apresentado anteriormente, Mendonça (2001) aponta que o BCB realiza política monetária levando em conta o canal das expectativas. Nesse caso, é enfático que o banco central mantenha sua reputação de avesso à inflação e persiga a estabilidade de preços com afinco. Foi com o objetivo de preservar a reputação do BCB, e de insulá-la dos trâmites políticos, que foi proposta a Lei Complementar nº 179, de fevereiro de 2021, que ficou conhecida como a lei da autonomia do Banco Central. Na primeira determinação da lei, temos o seguinte: “Art. 1º O Banco Central do Brasil tem por objetivo fundamental assegurar a estabilidade de preços.” (BRASIL, 2021, p. 1). A lei ainda trata de transformar o BCB em autarquia de natureza especial, sem vinculação a ministério, e da escolha e troca dos diretores da instituição, que passa a ocorrer de forma gradual (apenas dois por ano), evitando mudanças radicais no comportamento da instituição. No entanto, vê-se no Capítulo III, da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que o Banco Central do Brasil não tem autonomia para escolher seus próprios instrumentos de política monetária, sendo eles determinados através da respectiva lei. Dessa maneira, o BCB caminha para maior independência, ficando, porém, ainda aquém do defendido pelos apoiadores do RMI como o nível ideal de autonomia da autoridade monetária.

2.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS DO CAPÍTULO

Considerando o apresentado até aqui sobre o RMI, pode-se fazer uma síntese acerca de suas características e objetivos. O arcabouço teórico que contempla o RMI considera a moeda neutra no longo prazo, logo, quaisquer políticas expansionistas que busquem reduzir o nível de desemprego apenas gerarão inflação no longo prazo, fazendo com que o combate à inflação seja o melhor objetivo macroeconômico a ser perseguido pelo governo, aceitando-se gerar desemprego e menor crescimento no curto prazo, relação explicitada pela Curva de Phillips. Para controlar a inflação, deve-se utilizar a política monetária, visto que ela evita distorções duradouras e é mais flexível do que a política fiscal, permitindo realizar ajustes pontuais no curto prazo, na qual ela é efetiva. Seu efeito se propaga por vários canais, sendo um dos principais o da taxa de juros, que, por conta disso, além de outros fatores, se tornou o instrumento preferido de política monetária. Também há preocupação em conduzir as expectativas dos agentes econômicos para que a inflação convirja mais rápido para os níveis aceitáveis, visto que os agentes ajustam seus preços baseados em conhecimento prévio acerca do comportamento das autoridades econômicas. Portanto, é importante que as autoridades responsáveis pela política macroeconômica persigam incansavelmente e para sempre o combate à inflação.

Em termos concretos, os aspectos acima significam dar o máximo de transparência à política monetária para que os agentes percebam o compromisso da autoridade monetária em perseguir a meta de inflação, a qual deve ser seu objetivo prioritário. A autoridade monetária, portanto, deve ser independente para escolher seus instrumentos de política monetária e em quesitos operacionais, para que sejam tomadas as melhores decisões para a economia no longo prazo, sem pressões políticas, evitando-se a inconsistência temporal. Contudo, ela deve ser dependente de objetivos, sendo o governo, representante da população, o responsável por determinar a meta de inflação, que deve se alinhar às preferências de inflação da população, preservando-se as virtudes da democracia. A meta de inflação, então, serve ao fim de manter a transparência do regime e responsabilizar o banco central, o qual deve constantemente informar a população do racional que guia suas decisões de política monetária, prestando contas frequentemente e justificando possíveis desvios da meta. Adotando essas recomendações, aliadas a reformas

institucionais que promovam a saúde e a responsabilidade fiscal do governo, espera-se que a inflação convirja para valores razoavelmente baixos, facilitando o crescimento sustentável da economia e evitando distorções causadas pela inflação alta.

3 EXPERIÊNCIA INTERNACIONAL DURANTE A PANDEMIA

Tendo em vista o exposto no capítulo anterior, principalmente no que tange aos fatores relevantes para analisar o desempenho de um RMI, este capítulo explorará a trajetória da inflação e dos juros em alguns países selecionados, sendo parte deles desenvolvidos e parte emergentes. Antes disso, há de se fazer uma análise da situação geral que impactou o mundo inteiro. A Covid-19 causou um desalinhamento das cadeias produtivas e muita incerteza quanto ao futuro, além de quedas bruscas no nível de emprego em questão de poucos meses, fatores relevantes que impactam a direção da inflação e são importantes focos de análise. Logo, segue abaixo uma breve análise desses e outros fatores.

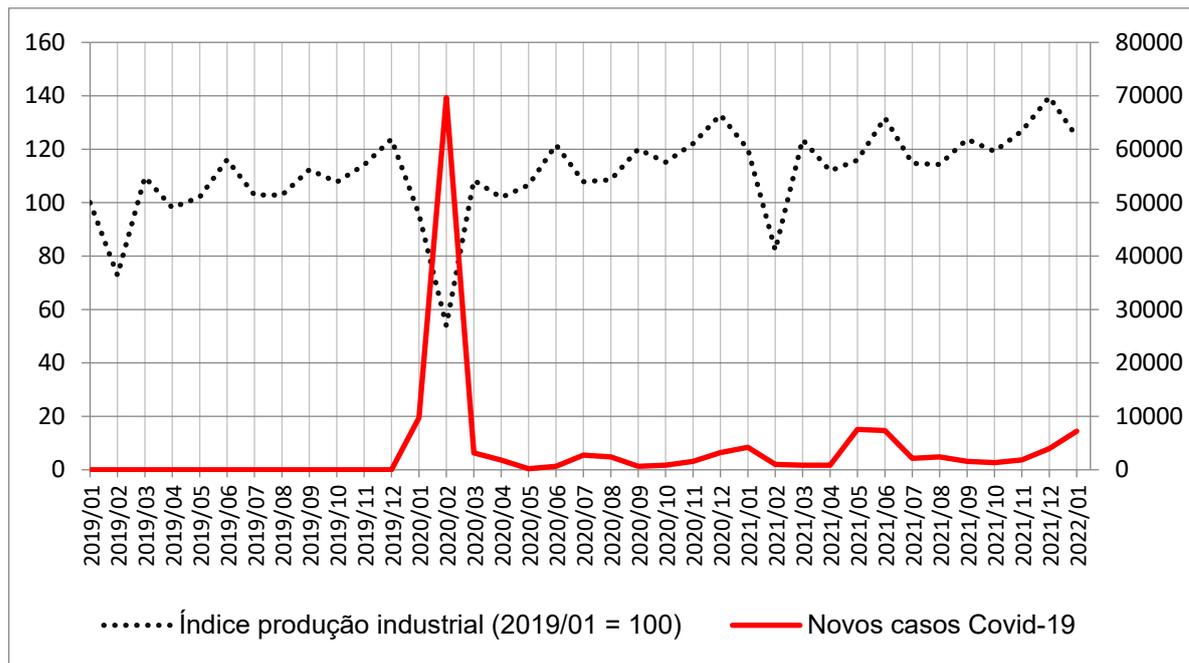
3.1 SITUAÇÃO GERAL

O primeiro país a ser atingido pela Covid-19 foi a China. Sendo ela responsável por cerca de 30% do valor adicionado na produção de manufaturados do mundo em 2020²⁷, a diminuição da sua produção afetou não somente seu mercado interno, mas os mercados do mundo inteiro. Como é possível ver no Gráfico 1, sua produção industrial no mês de fevereiro de 2020 caiu a menos da metade do que estava em dezembro de 2019. Foi durante o mês de fevereiro de 2020 que também houve o pico de novos casos de Covid-19, chegando a quase setenta mil novos casos.

A necessidade de adotar medidas de isolamento social na China pôs em movimento o desalinhamento das cadeias produtivas no mundo inteiro. Já que a produção de quase qualquer bem no mundo globalizado envolve a importação de alguma matéria-prima, a paralisação das manufaturas em um canto do globo afeta as fábricas noutro, não fugindo deste fato nem mesmo produtores que dependem exclusivamente de insumos de origem nacional:

Even if the direct suppliers of a company are from the domestic market, its tier 2 or tier 3 suppliers are likely to be located overseas. As a result, the sudden closure of international suppliers' operations, in line with local restrictions created by lockdowns, have caused supply disruptions for manufacturers. (CHOWDHURY et al., 2021, p. 10).

²⁷Calculado com base em dados do Departamento de Estatística das Nações Unidas; valores a preços de 2015.

Gráfico 1 – Produção Industrial (2019/01 = 100) e Casos de Covid-19 – China (2019/01 – 2022/01)

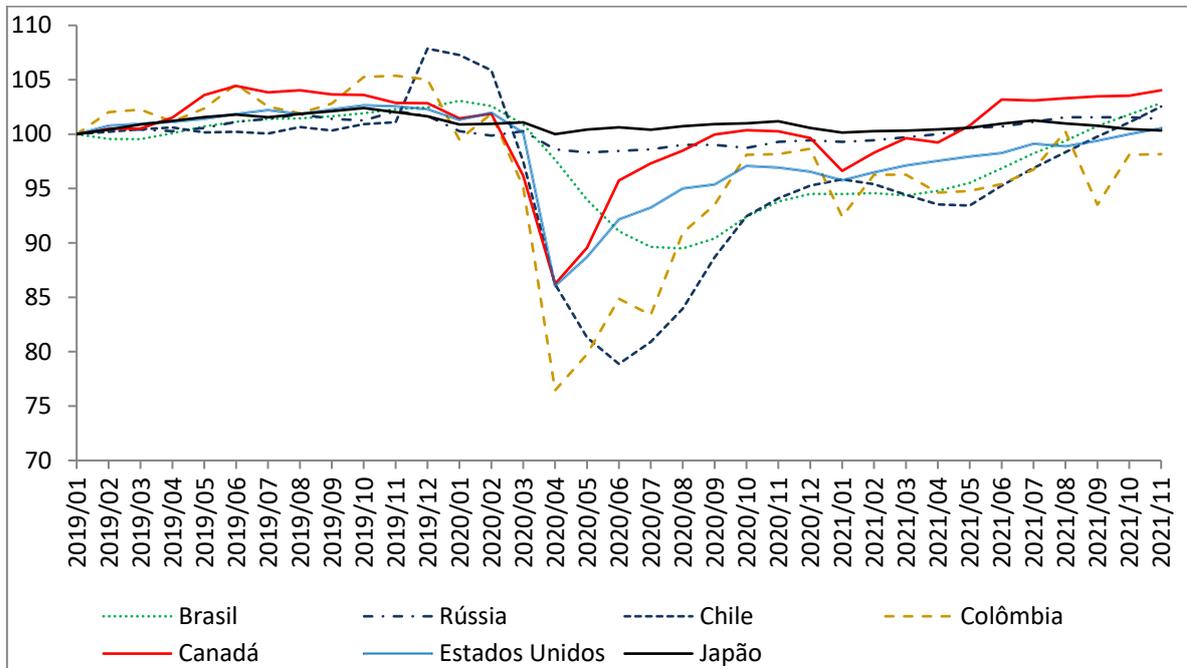
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI e OMS²⁸.

Deve-se ter em mente que diferentes países foram atingidos em diferentes períodos e em múltiplas magnitudes, alguns sendo mais afetados que outros. Essa assimetria faz com que mesmo que um país possa sair do *lockdown* e suas empresas retomarem as atividades a pleno vapor, seus fornecedores ou clientes possam ainda estar sofrendo com medidas para contenção da pandemia. No Gráfico 2 é possível observar o índice de emprego de alguns países selecionados, outra medida que serve de parâmetro e *proxy* para o andar da economia. Observa-se que, apesar de o impacto maior ter sido sentido no mês de março de 2020, um mês após o choque forte que sofreu a economia chinesa, as economias reagiram de maneira assimétrica. Dos países selecionados, Canadá e Estados Unidos tiveram trajetória similar, de queda forte e recuperação relativamente ágil, porém não completa. Colômbia e Chile foram os países que tiveram a maior redução percentual no número de empregos após o impacto inicial, tendo o Chile uma recuperação mais lenta que Canadá e Estados Unidos. A Rússia e o Brasil parecem ser casos aparte. Enquanto a Rússia parece não ter sofrido quase nenhuma alteração nos seus níveis de emprego durante o período, o Brasil teve uma resposta retardatária, com uma queda menor e mais lenta no nível de emprego, que depois se recuperou mais

²⁸Índice de produção industrial calculado com base em dados do FMI (Fundo Monetário Internacional). Casos de Covid-19 retirados de dados da OMS (Organização Mundial da Saúde), considerando-se “novos casos” o acumulado até o último dia do mês de referência menos o acumulado no último dia do mês anterior.

lentamente, porém a níveis superiores aos de antes do choque ao fim de 2021. Naturalmente, por suas condições extremamente excepcionais, o Japão também apresentou pouca flutuação nos índices de emprego.

Gráfico 2 – Índice de emprego (2019/01 = 100) – países selecionados (2019/01 – 2021/11)



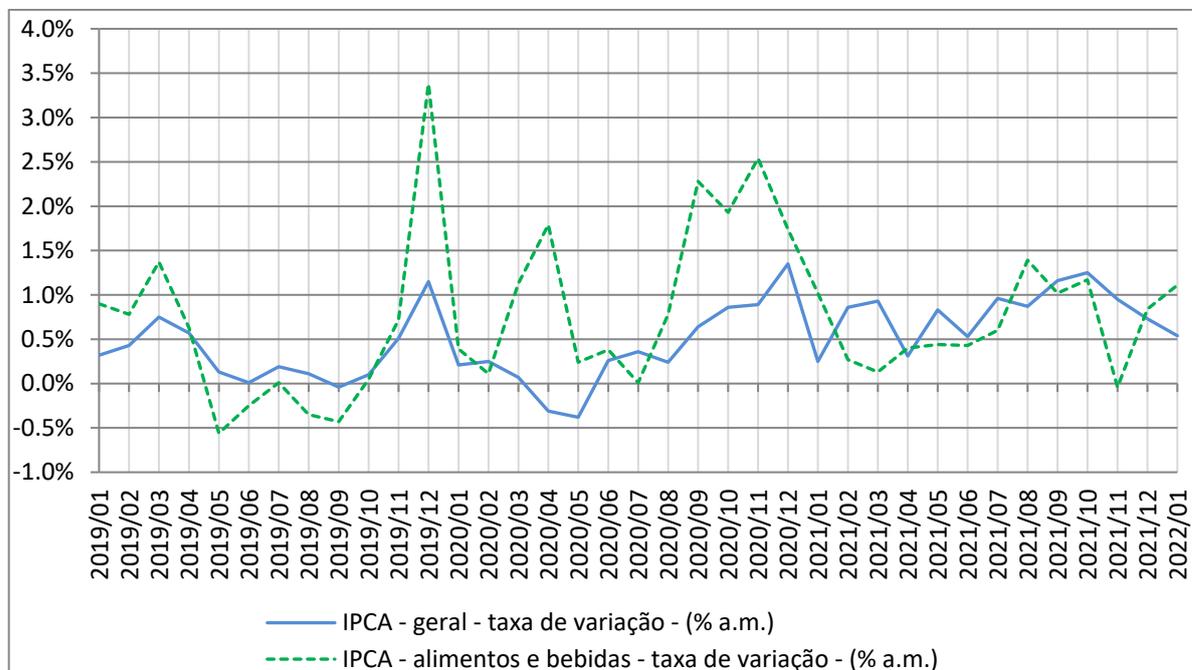
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI²⁹.

Além da disrupção pelo lado da oferta, o que fica evidente também pelo Gráfico 2 é que houve mudanças advindas do lado da demanda. Com o número de empregados oscilando drasticamente em poucos meses, tanto a demanda agregada quanto a renda per capita tendem a variar no mesmo sentido, que nesse caso foi negativo. De acordo com Gunessee e Subramanian (2020), citados na revisão de Chowdhury et al. (2021), flutuações drásticas na demanda agregada dificultam o planejamento das empresas, a medida que elas ficam incertas quanto aos fluxos de mercadorias nas cadeias produtivas, gerando ambiguidade. Ademais, durante a pandemia, frente às incertezas quanto ao futuro, a demanda por produtos essenciais subiu enquanto pelos produtos considerados não essenciais caiu (CHOWDHURY et al., 2021). Como resultado, houve alteração nos preços relativos, fazendo com que produtos de saúde e alimentícios ficassem mais caros (FARIAS; DE ARAÚJO, 2020) enquanto outras indústrias, como de petróleo e turismo, sofreram bruscas quedas na procura pelos seus produtos (CHOWDHURY et al., 2021).

²⁹Índice calculado com o número total de pessoas empregadas em cada país. Não haviam dados para Reino Unido e México, países que serão abordados depois, na base utilizada.

A demanda agregada não é o único fator determinante dos preços, porém é possível observar essa alteração dos preços relativos no Gráfico 3, que demonstra o ocorrido no caso brasileiro, através da evolução do IPCA geral e do IPCA levando em conta apenas alimentos e bebidas. É possível perceber que o IPCA para produtos alimentícios ficou regularmente acima do IPCA geral durante o período da pandemia. Não somente ficou acima na maioria dos períodos, mas considerando janeiro de 2019 como base, após três anos em janeiro de 2022 o IPCA para alimentos havia acumulado alta de 31,28%, enquanto o IPCA geral no mesmo período acumulou alta de 20,25%³⁰.

Gráfico 3 – IPCA geral e de produtos alimentícios durante a pandemia (2019/01 – 2022/01)



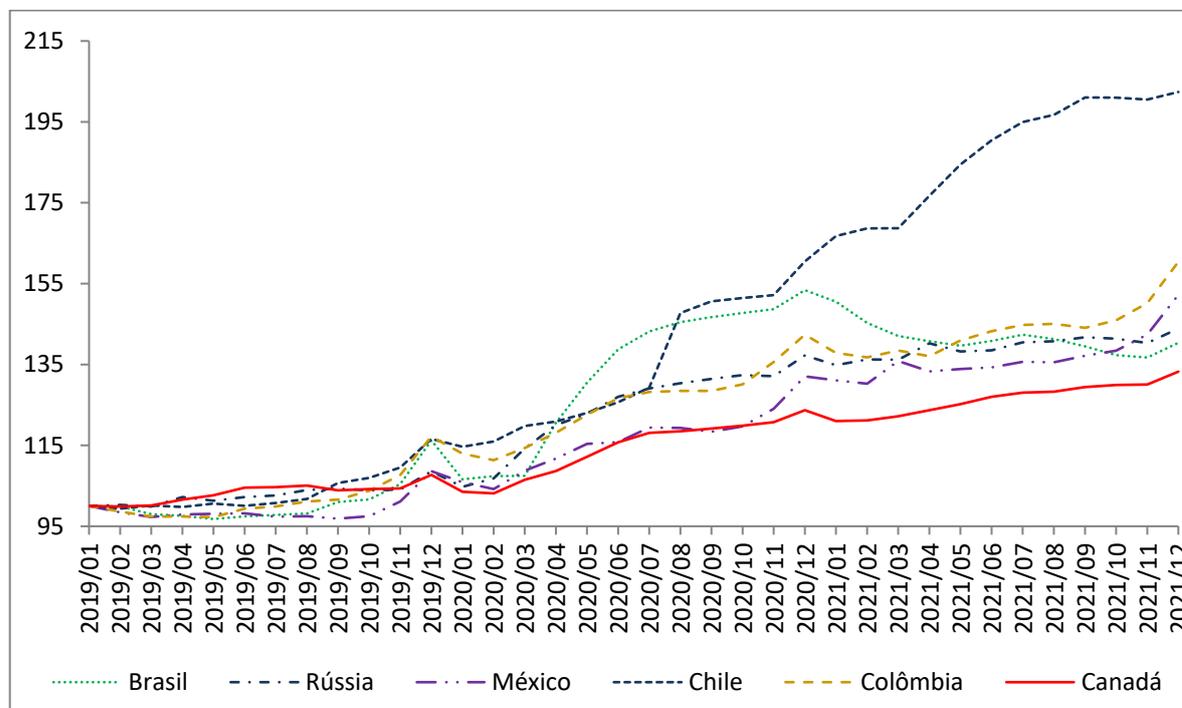
Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEADATA.

Tal mudança nos preços relativos, com encarecimento de produtos alimentícios, pode ser explicada também pelos programas de manutenção de renda que diversos governos no mundo criaram para suprir as necessidades básicas de famílias que perderam suas fontes de renda durante a pandemia, tal como o auxílio emergencial. Consequência disso foi um aumento substancial da base monetária, principalmente de moeda em poder do público, evolução essa que pode ser observada no Gráfico 4. Esse aumento abrupto na base monetária arrisca gerar inflação, porém como grande parte desse aumento foi direcionada a manter estáveis as condições de vidas da população durante um período de crise, com um caráter

³⁰Calculados com base em dados do IPEADATA.

anticíclico, os efeitos gerais sobre o nível de preços da economia foram amenos (pelo menos em um primeiro instante), ficando mais restritos aos produtos alimentícios (ver Gráfico 3), como já foi explorado anteriormente.

Gráfico 4 – Índice moeda em circulação (2019/01 = 100) – países selecionados (2019/01 – 2021/12)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI.³¹

Por fim, abaixo segue o Gráfico 5, que demonstra a evolução dos preços de algumas *commodities* selecionadas³², onde se observa grande queda principalmente no petróleo e leve queda no alumínio, no primeiro quadrimestre de 2020, enquanto as *commodities* ligadas à alimentação (açúcar, carne e trigo) sofrem pequena queda ou até subida no caso da carne e do trigo durante o mesmo período. Nesse sentido, enquanto em setores de produtos não essenciais ocorreram choques de oferta e demanda simultâneos na mesma direção, o que colaborou para a manutenção dos preços no primeiro ano da pandemia, no setor alimentício houve manutenção da demanda (em certo grau) enquanto as pressões de custos e de oferta montavam, levando à alteração nos preços já discutida.

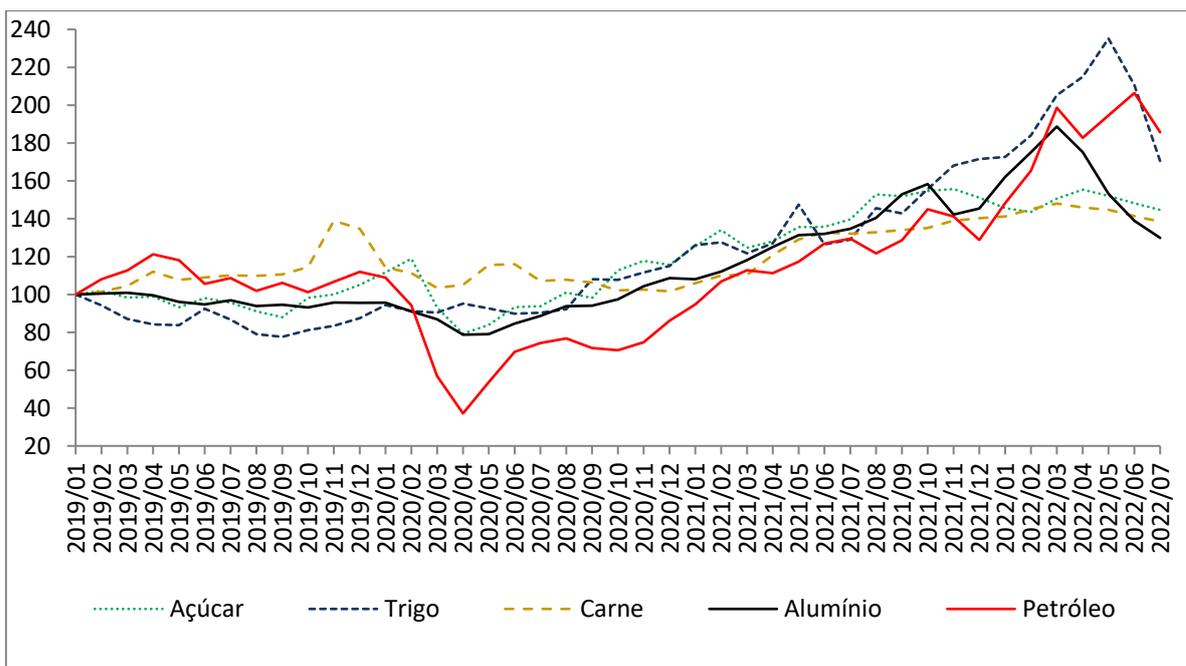
Levando em conta efeito conjunto de todos esses fatores, eles levaram em 2020, o primeiro ano de pandemia, à manutenção do nível de preços em patamar

³¹A base do FMI não continha dados dos Estados Unidos, Reino Unido e Japão para o período apresentado.

³²Fez-se a escolha pelas referidas *commodities* por conta de sua natureza essencial, tanto aos processos produtivos (no caso de petróleo e alumínio), quanto à alimentação (no caso do açúcar, trigo e carne).

relativamente ameno. Isto ocorreu principalmente em decorrência da queda na demanda por vários produtos e da queda de alguns preços de matérias-primas relevantes, como do petróleo, que acabou compensando por um lado as pressões de custos advindas de outras frentes. O desaquecimento da economia também gera expectativas de queda no nível de preços esperado (MISHKIN, 2000b), fazendo com que a inflação tenda a ser menor nos meses subsequentes ao choque negativo.

Gráfico 5 – Índice de preços de commodities selecionadas (2019/01 = 100) (2019/01 – 2022/07)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEADATA.

Já em 2021, com a reabertura de várias economias, e os maiores índices de vacinação, as expectativas mudaram, esperando o reaquecimento da economia mundial e maior demanda sobre os produtos tanto essenciais quanto não essenciais. Soma-se a isso o fato de que muitas empresas ainda lidavam com problemas de logística, elevação de alguns custos de produção e prejuízos causados pela pandemia, e parte dessas dificuldades se manifestou nos preços, gerando pressão inflacionária.

Saindo de uma recessão global como essa, os bancos centrais ficam em uma situação difícil, pois empregar o “medo” descrito por Davidson (2006) para controlar a inflação, realizando política monetária restrita imediatamente a fim de inibir o repasse dos custos aos preços, poderia gerar resultados macroeconômicos ruins, em um momento em que muitas famílias precisam retornar aos seus empregos e gerar renda. Portanto, após um alívio monetário anticíclico durante o primeiro ano da

pandemia, as autoridades monetárias ao redor do mundo, que seguem o RMI, realizaram, para conter a pressão inflacionária, um aperto monetário cauteloso. Será visto brevemente, nas subseções abaixo, quais foram as respostas de alguns dos bancos centrais do mundo, que operam seguindo metas de inflação, durante a pandemia.

3.2 A POLÍTICA MONETÁRIA DE DIFERENTES PAÍSES DURANTE A PANDEMIA DO CORONAVÍRUS

Nesta seção, são apresentadas as trajetórias da inflação e da taxa de juros, de países adeptos do regime de metas de inflação, durante o período da pandemia. São apresentados países desenvolvidos e emergentes, com a pretensão de servirem como comparativos ao realizado no Brasil, que será abordado em detalhe no capítulo 4. Foram selecionados apenas países adeptos ao RMI, porém, com características institucionais diversas, tais como o perfil populacional, região, sistema jurídico, pauta de exportações e importações, e condições macroeconômicas gerais, como nível de emprego, inflação, crescimento econômico e PIB. Observar-se-á que, independentemente dessas diferenças institucionais, a aplicação da política monetária foi muito similar, havendo certa diferença apenas entre o grupo de países emergentes e desenvolvidos.

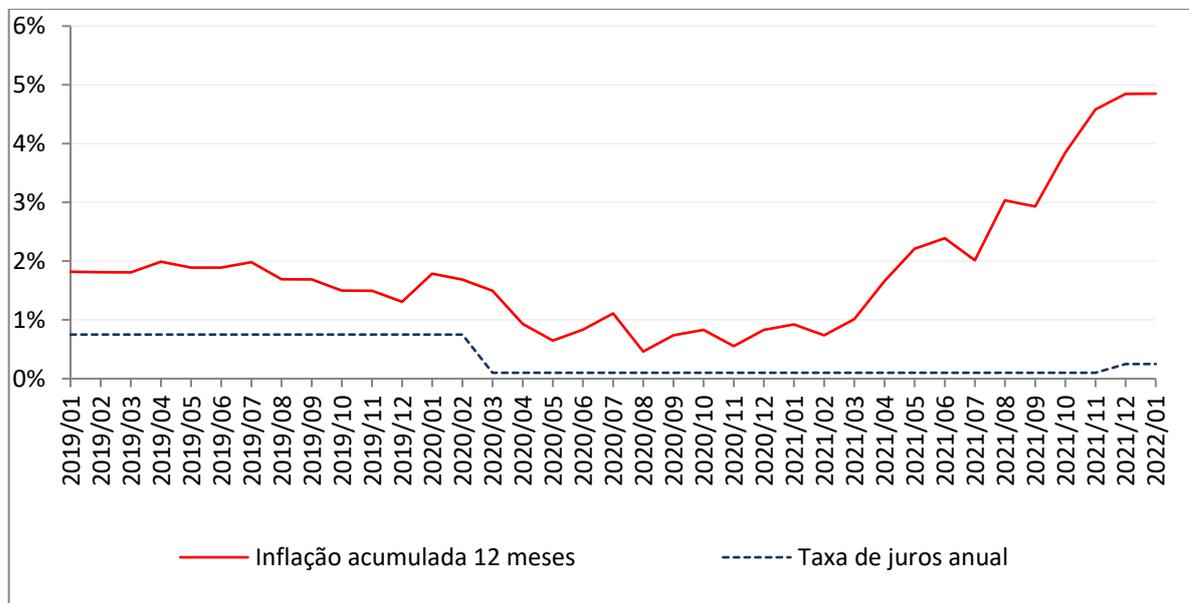
3.2.1 Países desenvolvidos

3.2.1.1 Reino Unido

O Reino Unido, durante a primeira fase da pandemia, fez política monetária expansionista, contracíclica para aliviar os custos em termos de produto da recessão global sobre a economia nacional. Em março de 2020, o Bank of England abaixou o “Bank Rate”, a taxa de juros de política monetária daquele país, duas vezes, primeiro para 0,25% a.a. no dia 11 e depois para 0.1% a.a. no dia 19, dos 0,75% a.a. que estavam previamente. Ela ficou nesse patamar até dezembro de 2021, quando o banco central inglês elevou a taxa de juros para 0,25% a.a. frente à ameaça inflacionária.

Considerando que a meta de inflação para o Bank of England é de 2% a.a.³³, é possível questionar se esse aperto monetário não foi tardio, visto que, quando se decidiu em aumentar os juros, a inflação acumulada em 12 meses já estava em 4,84%. Atualmente, o Reino Unido enfrenta a pior inflação de mais de 10% a.a., sendo esta a taxa de inflação mais alta em quarenta anos e a maior do G7³⁴. Certamente, deve-se considerar que no caso do Reino Unido há grande impacto da guerra na Ucrânia e da subida nos preços do petróleo em seu índice de preços no ano de 2022. Ademais, segue abaixo o Gráfico 6, que mostra a inflação acumulada em 12 meses e a taxa de juros estabelecida pelo Bank of England durante a pandemia³⁵.

Gráfico 6 – Inflação e taxa de juros % – Reino Unido (2019/01 – 2022/01)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI e Bank of England.

3.2.1.2 Canadá

Seguindo o choque inicial da pandemia, o Canadá teve uma brusca redução na sua inflação. Retomando-se o Gráfico 2 – Índice de emprego (2019/01 = 100) – países selecionados, observa-se que houve grande queda no emprego nesse país após o período descrito. Frente a isso, o Bank of Canada promoveu uma queda acentuada da sua taxa de juros, reduzindo-a de 1,75% a.a. em fevereiro de 2020 a

³³Ver <https://www.bankofengland.co.uk/monetary-policy/inflation>. Acesso em: 11/09/2022.

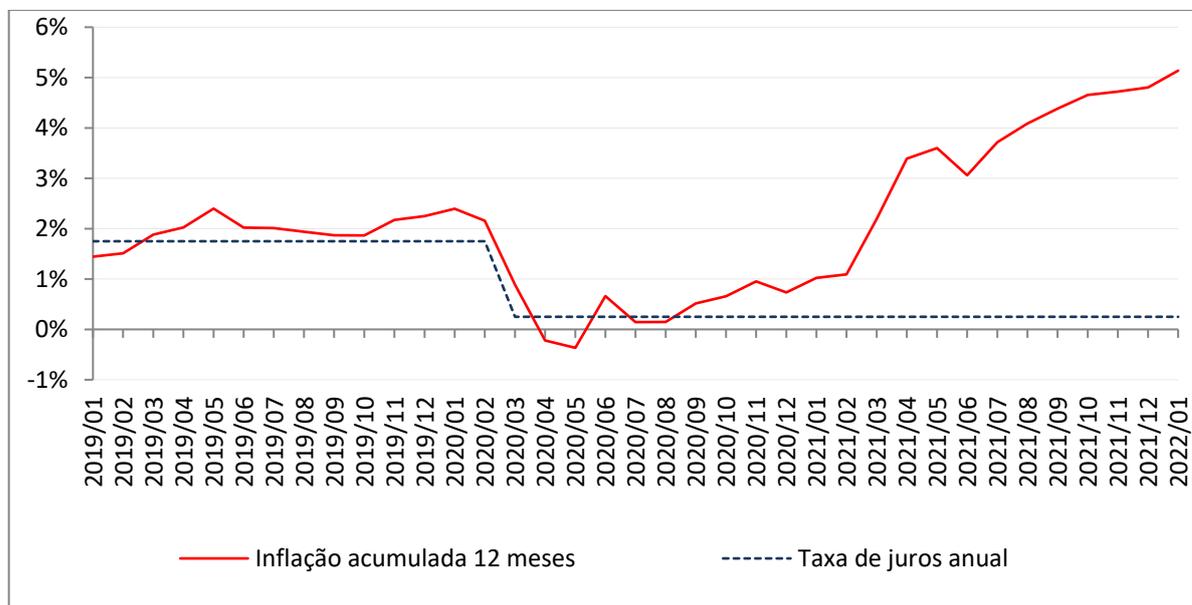
³⁴Ver <https://www.theweek.co.uk/business/economy/957683/how-britains-inflation-became-the-worst-in-the-g7>. Acesso em: 11/09/2022.

³⁵Inflação acumulada calculada com dados do FMI. Dados da taxa de juros retirados de base do Bank of England.

0,25% a.a. em março de 2020. Contudo, isso não foi suficiente, passando a inflação acumulada, que estava em 2,4% a.a. (dentro da meta de 2% a.a.) em janeiro de 2020, para uma deflação acumulada em 12 meses de 0,37%³⁶.

O Canadá também seguiu o caso geral, já que é possível observar uma subida significativa na inflação acumulada a partir de 2021, sendo que em dezembro do mesmo ano a inflação anual havia sido de 4,8%. O Bank of Canada decidiu manter a taxa de juros no mesmo patamar, mesmo observando a pressão inflacionária; porém, realizou ajustes e, atualmente, a taxa de juros encontra-se em 3,75% a.a., enquanto o seu índice de preços referência está em 7,6%³⁷.

Gráfico 7 - Inflação e taxa de juros % – Canadá (2019/01 – 2022/01)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI.

3.2.1.3 Estados Unidos

Os Estados Unidos, assim como no caso de Reino Unido e Canadá, tentam atingir uma meta de 2% a.a. para a inflação³⁸, e como é possível ver no Gráfico 8, comparando aos casos anteriores, esses três países tiveram uma trajetória similar em termos de inflação e taxa de juros durante a pandemia. Assim como o Canadá, os Estados Unidos tiveram uma queda substancial no emprego (ver Gráfico 2). O Federal Reserve (Fed) já vinha reduzindo a taxa de juros da economia americana,

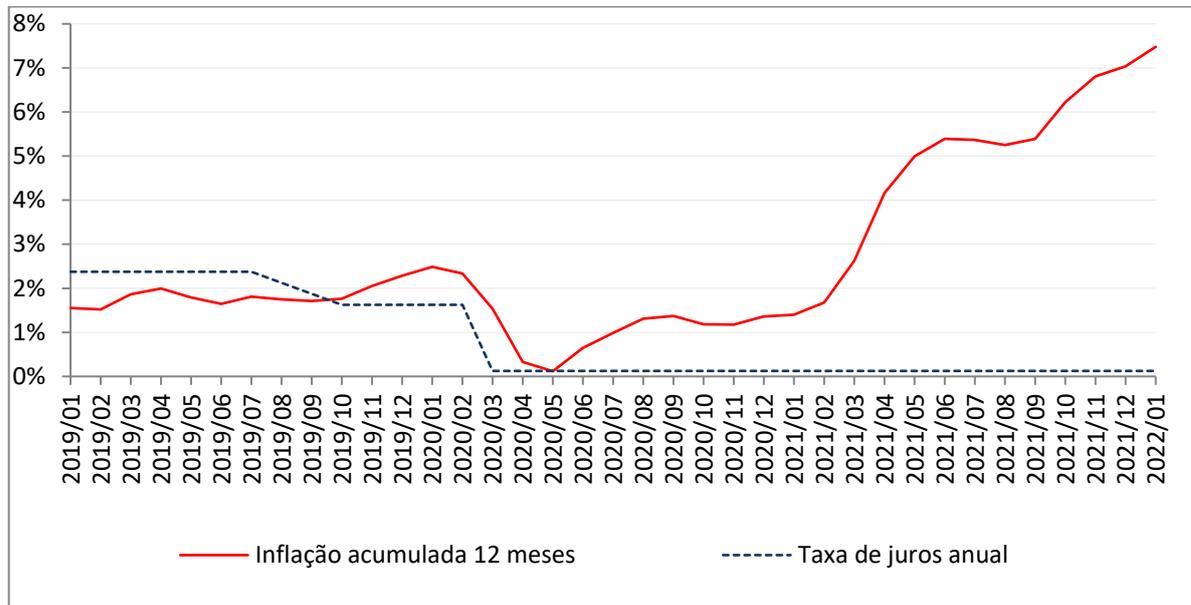
³⁶Inflação acumulada calculada com dados do FMI. Dados da taxa de juros também do FMI.

³⁷As duas informações foram retiradas do site do Bank of Canada, <https://www.bankofcanada.ca/>. Acesso em 11/09/2022.

³⁸Ver https://www.federalreserve.gov/faqs/economy_14400.htm. Acesso em: 11/09/2022.

pois a inflação anual seguia abaixo da meta, porém em março de 2020, assim como o Bank of England e o Bank of Canada, o Fed abaixou mais ainda a taxa de juros, para 0,125% a.a., com o intuito de enfrentar o choque da pandemia. A autoridade monetária dos EUA assim fez até recentemente, quando começou a aumentar a taxa de juros. A autoridade indicou em seu *Monetary Policy Report* de junho de 2022 que pretende continuar com os aumentos³⁹, medida necessária para conter a pressão inflacionária enfrentada também pelos outros países já apresentados.

Gráfico 8 - Inflação e taxa de juros % – Estados Unidos (2019/01 – 2022/01)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI.

3.2.1.4 Japão

O Japão, entre os países apresentados, certamente é a maior exceção, enfrentando dificuldades econômicas singulares. Graças à população mais velha e à alta propensão a poupar, mesmo taxas de juros baixíssimas não são suficientes para aquecer a economia. O país também apresenta índices de desemprego baixíssimos, que ficaram entre 2,1% e 3,1% durante todo o período da pandemia⁴⁰. Diferentemente dos outros países, portanto, o Japão tem dificuldades em gerar inflação, ou seja, um de seus maiores problemas é a deflação. Mesmo a meta de

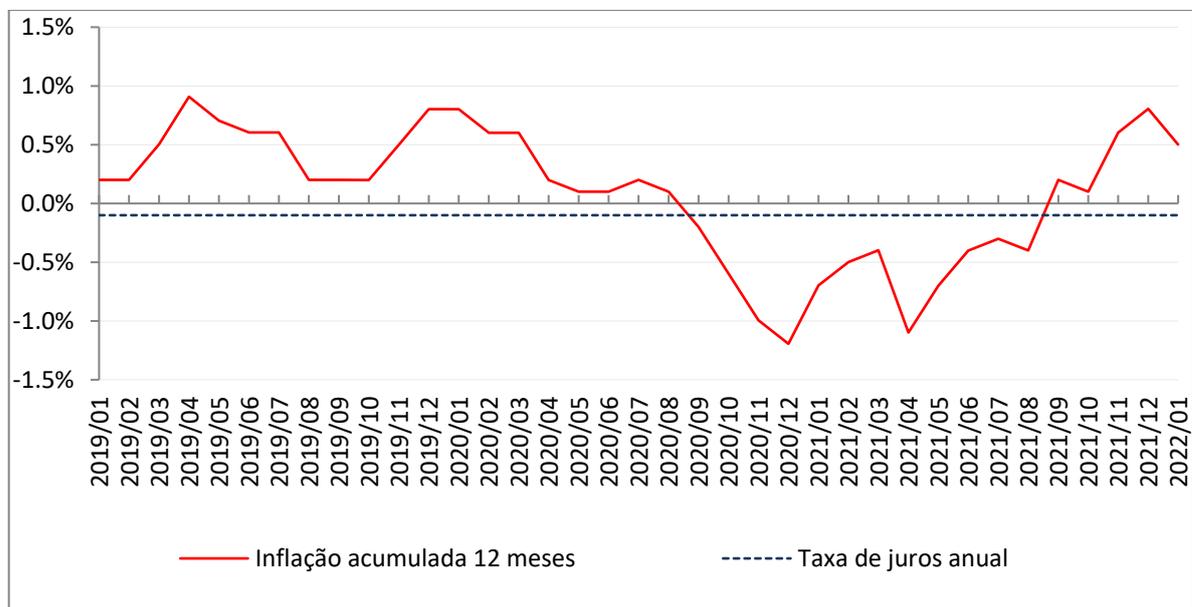
³⁹Sumário disponível em <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/2022-06-mpr-summary.htm>. Acesso em: 18/09/2022.

⁴⁰Dado do FMI.

inflação do Bank of Japan também sendo 2%⁴¹, a instituição tem dificuldades em atingi-la, ficando a inflação anual constantemente abaixo.

Apesar da deflação após o primeiro choque da pandemia, que chegou a passar de 1% negativo, como é observável no Gráfico 9, a taxa de juros não foi movida em nenhum momento durante o período, permanecendo no baixíssimo nível de -0,1% a.a. Tendo em vista que a taxa de juros do país já estava em patamares baixíssimos, o Bank of Japan, no seu encontro de política monetária de abril de 2020⁴², anunciou que promoveria compras de títulos públicos e corporativos e que promoveria, caso fosse necessário, mais medidas de *easing* na política monetária.

Gráfico 9 - Inflação e taxa de juros % – Japão (2019/01 – 2022/01)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI.

O Japão, portanto, apresenta a maior diferença de tratamento à pandemia pela política monetária entre os países apresentados, dependendo de outros instrumentos que não a taxa de juros para a condução da economia. A taxa de juros, no entanto, já vinha em patamares muito baixos, fazendo com que uma queda maior ameaçasse gerar instabilidade; por isso, a evidente preferência pelos outros instrumentos citados.

⁴¹Ver <https://www.boj.or.jp/en/mopo/outline/index.htm/> . Acesso em 12/10/2022.

⁴²Disponível em https://www.boj.or.jp/en/mopo/mpmsche_minu/past.htm/#p2020 . Acesso em 12/10/2022.

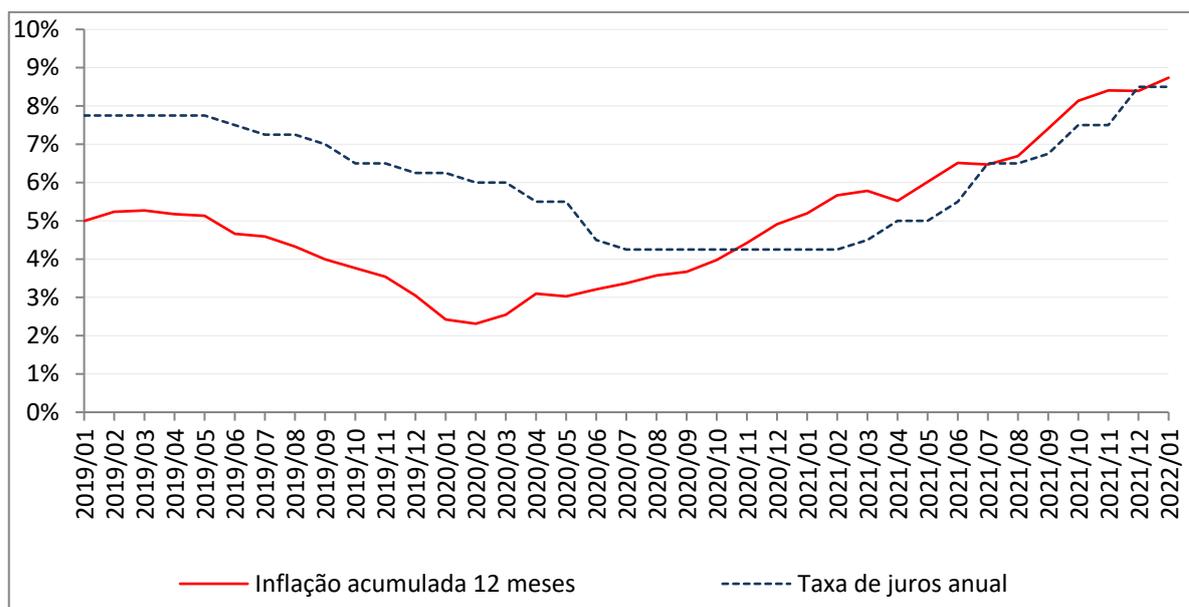
3.2.2 Países emergentes

Os países emergentes possuem diversas características que os diferenciam de países desenvolvidos, sendo várias dessas divergências importantes para a condução da política monetária. Tais características, com uma visão especial para o caso brasileiro, serão tratadas na seção 4.1, bastando, aqui, a noção de que os países emergentes devem se preocupar mais com flutuações no câmbio e fluxos de capitais internacionais, necessitando, assim, de maiores taxas de juros para atrair capital internacional a fim de manter sua inflação controlada via o canal de câmbio, principalmente no curto prazo. Segue abaixo, portanto, a exposição da trajetória da inflação e da taxa de juros de outros três países, dessa vez, emergentes.

3.2.2.1 Rússia

A Rússia, como é constatável no Gráfico 2, parece ser um dos países que sofreu menor impacto causado pela pandemia. O Gráfico 9 corrobora esse fato, sendo possível interpretar a queda nos juros após o mês de maio de 2020, de 5,5% a.a. para 4,5% a.a. e então para 4,25% a.a., como mudanças naturais que já vinham acontecendo seguindo outras quedas nos juros. Apesar disso, nota-se que o Bank of Russia decidiu manter baixas as taxas de juros por um tempo, seguindo a tendência mundial observada até aqui.

Gráfico 10 - Inflação e taxa de juros % – Rússia (2019/01 – 2022/01)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI.

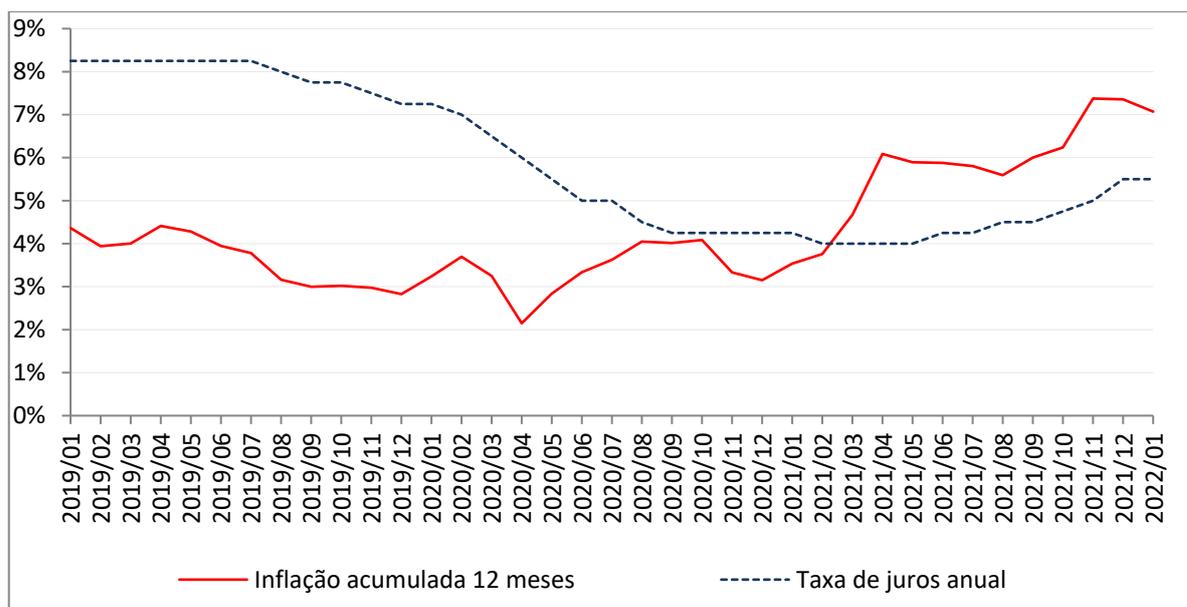
Ademais, vê-se que a Rússia não fugiu das pressões inflacionárias do ano de 2021, e, portanto, precisou aumentar sua taxa de juros. Logicamente, esse país também se encontra numa situação atípica, graças à sua invasão da Ucrânia, fazendo a meta de inflação de 4% a.a. ser ultrapassada largamente, com uma inflação atualmente na faixa de 14,3% a.a.⁴³

Por fim, vale comentar que, diferentemente dos países desenvolvidos, os juros nesse país tendem a ser superiores à inflação e em um patamar relativamente elevado, tendência observável nos outros países emergentes que serão apresentados.

3.2.2.2 México

Observa-se, na trajetória da inflação e taxa de juros mexicanas, similaridades à da Rússia. Taxas de juros relativamente altas, que vinham sendo reduzidas, sendo que o movimento se intensificou para combater o choque inicial da pandemia. A última redução da taxa de juros pelo Banco de Mexico, de 4,25% a.a. para 4% a.a. foi em fevereiro de 2021, após a qual é perceptível uma aguda alta da inflação, que se estabilizou no mês de abril. O movimento, contudo, era altista, o que fez com que, não muito tempo depois, a autoridade monetária promovesse aumentos na taxa de juros.

Gráfico 11 - Inflação e taxa de juros % – México (2019/01 – 2022/01)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI.

⁴³Ver o site do banco central da Rússia, <http://cbr.ru/eng/>. Acesso em 11/09/2022.

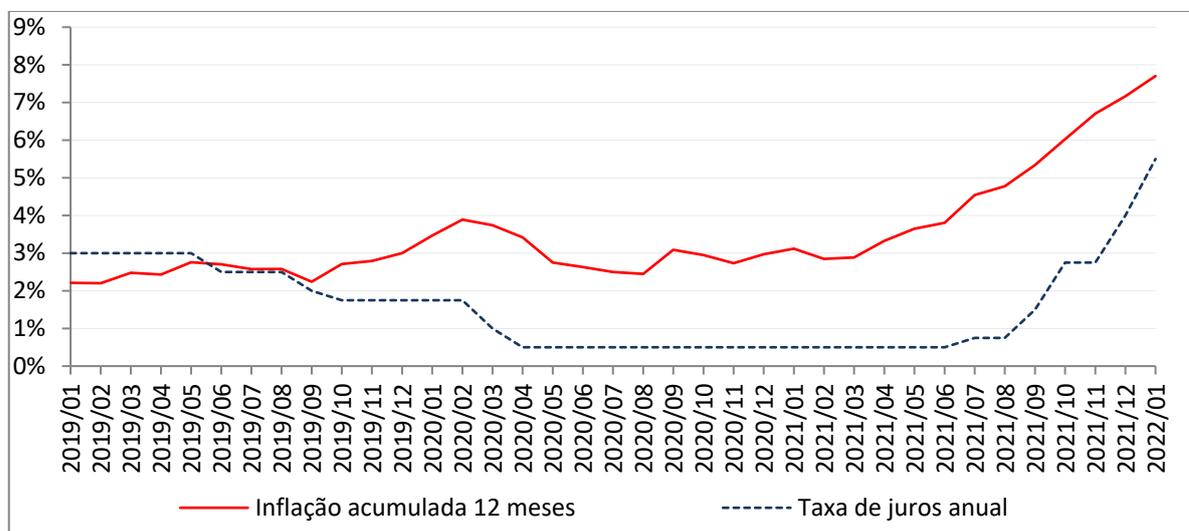
É possível afirmar, portanto, que o Banco de Mexico, assim como a maioria das autoridades monetárias nos países apresentados, promoveu uma política monetária esperada de um país seguidor do RMI.

3.2.2.3 Chile

O Chile, dentre os países os países emergentes, é um dos mais similares a um país desenvolvido, sendo, por exemplo, um dos países no primeiro grupo com maior IDH (Índice de Desenvolvimento Humano)⁴⁴. Apesar disso, ele continua sendo um país emergente e, portanto, sofre os mesmos problemas de aversão ao risco de investidores internacionais que outros países desse grupo.

Vê-se, no Gráfico 10, que a inflação chilena percorreu o mesmo caminho esperado, de relativa constância durante 2020 e elevação aguda em 2021, ficando próxima da inflação de países desenvolvidos. Os juros também percorreram o caminho esperado, sendo reduzidos de 1,75% a.a. em fevereiro de 2020, para 1% a.a. em março, e então para 0,5% a.a. onde permaneceu até junho de 2021.

Gráfico 12 - Inflação e taxa de juros % – Chile (2019/01 – 2022/01)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI.

Frente às pressões inflacionárias o Banco Central de Chile passou a elevar os juros, chegando, no presente momento, a 10,75% a.a.⁴⁵, para enfrentar a inflação que já é uma das piores em 30 anos⁴⁶, cerca de 10,8% a.a. No caso do Chile pode haver também a questão de incerteza quanto ao futuro do país, já que há

⁴⁴Ver <https://worldpopulationreview.com/country-rankings/hdi-by-country>. Acesso em 11/09/2022.

⁴⁵Retirado de <https://www.bcentral.cl/en/home>. Acesso em: 11/09/2022.

⁴⁶Ver <https://www.cnnbrasil.com.br/business/inflacao-de-junho-foi-a-maior-do-chile-em-quase-30-anos-entenda-as-causas/>. Acesso em: 11/09/2022.

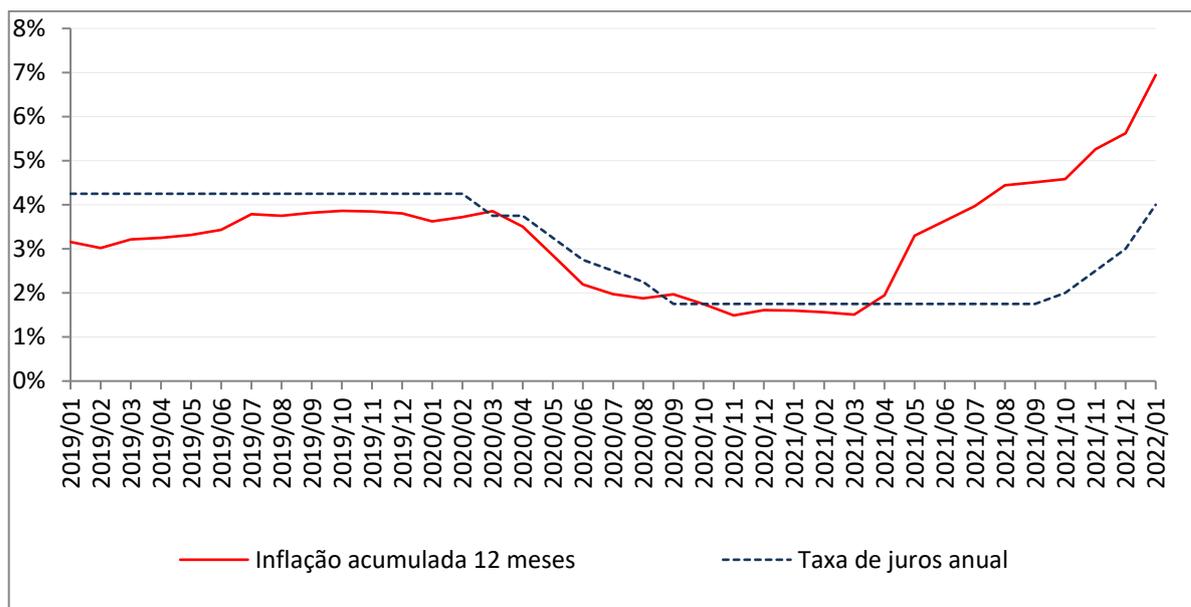
movimentos para criar uma nova constituição no país, gerando incerteza nas previsões de investidores e assim aumentando o risco, fazendo com que a autoridade monetária do país tenha que elevar mais ainda os juros para segurar o câmbio em um patamar razoável. Somam-se, então, além das questões externas relacionadas à Covid-19 e à subida no preço do petróleo e *commodities* na segunda parte da pandemia, as questões internas que tornam o futuro incerto e então geram pressões altistas sobre a inflação e a taxa de juros.

3.2.2.4 Colômbia

O último país aqui apresentado é a Colômbia. Esse país teve uma significativa perda no número de empregados durante a primeira onda de Covid-19 (ver Gráfico 2), o que levou à queda da inflação anual de 3,86% em março de 2020 para apenas 1,88% em agosto do mesmo ano, trazendo para baixo, assim como no caso de todos os outros países apresentados, os juros, ao nível de 1,75% a.a. em setembro de 2020, onde permaneceu até setembro de 2021.

Não surpreendentemente, também seguiu a tendência de inflação crescente na segunda metade da pandemia, com inflação superando em muito a meta de 3%, chegando atualmente a 10,84% a.a., com sua taxa de juros atualmente em 9% a.a.⁴⁷, após começar a subir em agosto de 2022.

Gráfico 13 - Inflação e taxa de juros % – Colômbia (2019/01 – 2022/01)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do FMI.

⁴⁷Retirados de <https://www.banrep.gov.co/es>. Acesso em: 11/09/2022.

Como último comentário, vale salientar que não apenas a Colômbia, como também o Chile e a Rússia, aumentaram suas taxas de juros para combater a inflação antecipadamente aos países desenvolvidos. Os países emergentes têm uma dificuldade maior em ancorar expectativas inflacionárias, portanto, é importante que suas autoridades monetárias ajam de maneira proativa para tal. Dessa maneira, os bancos centrais desses países garantiram que, apesar da subida aguda na inflação, ela não saísse de controle.

3.3 CONSIDERAÇÕES FINAIS DO CAPÍTULO

De acordo com o apresentado, a pandemia pode ser separada em dois períodos do ponto de vista da inflação e da política monetária: um primeiro período de desaceleração das economias do mundo e um segundo período de reabertura e retorno à normalidade, em que ainda foram enfrentados os problemas que surgiram no primeiro período. Durante o ano de 2020, a atitude padrão para os bancos centrais em regimes de metas de inflação foi o afrouxamento monetário a fim de combater a recessão e a queda no produto, enquanto que em 2021 foi o oposto, aperto monetário a fim de combater pressões inflacionárias. Com a guerra na Ucrânia e os efeitos altistas sobre os preços do petróleo, dos fertilizantes e dos alimentos, que já vinham em trajetória ascendente, o aperto monetário continuou em 2022 para combater a inflação, que bateu recordes em vários países do mundo. Também houve mudanças nos preços relativos, com a inflação sobre produtos essenciais e dependentes das matérias-primas que ficaram mais escassas, sofrendo maior valorização durante o período de pandemia e pós-pandemia graças aos eventos descritos e ao comportamento dos consumidores em situação de redução da renda e incerteza quanto ao futuro. O resultado, ao final do período avaliado, é que ao redor do mundo subiram tanto as taxas de inflação quanto as taxas de juros.

Como o cenário de desalinhamento das cadeias produtivas, fechamento e reabertura de inúmeros polos produtivos, queda e retomada da demanda agregada e dos preços de *commodities*, é global, estão suscetíveis a esses efeitos, principalmente, os países emergentes. Investimentos e aplicações financeiras nesses países são tipicamente considerados de maior risco que nos países ricos, o que os leva a ter maior dificuldade para atrair capital externo, fazendo com que situações de incerteza ameacem em muito o controle da inflação devido à fuga de capitais. Em vista disso, percebe-se que nos países emergentes adeptos ao RMI

suas respectivas autoridades monetárias responderam à pressão inflacionária de maneira típica, com aumentos na taxa de juros, sendo esse ajuste na política monetária feito com antecedência em relação aos países desenvolvidos. O Brasil, estando inserido no referido grupo, enfrenta vários desafios similares. Portanto, para explorá-los com maior profundidade e realizar uma análise detalhada da política monetária no país durante o período da pandemia, segue abaixo o último capítulo antes da conclusão.

4 O BRASIL, A PANDEMIA E A POLÍTICA MONETÁRIA

No capítulo 2, foi abordado o Regime de Metas de Inflação sob a ótica teórica, desde a origem de sua concepção e seus pressupostos até o estabelecimento da política monetária e da taxa de juros como as suas principais ferramentas. Já no capítulo 3, foi apresentada a situação pela qual passou o mundo durante a pandemia do Coronavírus, e os seus efeitos sobre as cadeias produtivas, variáveis macroeconômicas e conseqüentemente a política monetária de diversos países. Neste capítulo, o objetivo é apresentar o ocorrido no Brasil durante esse período, e analisar a política monetária realizada pelo Banco Central do Brasil. Far-se-ão, antes disso, algumas ressalvas referentes ao RMI, à política monetária e à inflação no Brasil, a fim de apresentar as dificuldades enfrentadas por ela para afetar o nível de preços no país.

4.1 CRÍTICAS AO RMI E RESSALVAS PARA O CASO BRASILEIRO

O RMI, apesar de seu aparente sucesso nos países desenvolvidos e seu reconhecimento por boa parte dos bancos centrais do mundo como o melhor regime monetário atualmente utilizado, enfrenta diversas críticas principalmente quando levados em conta os países emergentes, que diferem em muito dos anteriores em questões macroeconômicas⁴⁸. No caso desses países, e do Brasil em especial, existem muitas ressalvas a serem feitas, sendo várias delas no tocante à condução da política monetária e, portanto, relevantes para este trabalho. Seguem, nessa seção, alguns dos pontos trazidos por diferentes autores acerca do RMI e das questões específicas ao Brasil, que impactam no desempenho desse regime monetário tanto para controlar a inflação quanto para atingir outros objetivos macroeconômicos.

Reconhecendo as principais objeções ao RMI, Mishkin (2000a, 2004) descarta algumas das críticas feitas ao regime, mas admite outras como sendo potencialmente problemáticas e sérias no caso de países emergentes. Por exemplo, esses países são altamente suscetíveis a mudanças no câmbio, já que tendem a manter parte de seus passivos, sejam dívidas de empresas ou instituições financeiras ou da própria dívida do país, denominados em moeda estrangeira, pois sua moeda faz parte das chamadas “inconvertíveis”, indesejáveis no comércio

⁴⁸Paula, Fritz e Prates (2020) e Mishkin (2004) tratam de algumas dessas diferenças.

internacional. Dessa maneira, frente a choques que geram depreciação significativa da moeda nacional, os balanços das empresas e do governo são duramente atingidos, aumentando as chances de insolvência, *moral hazard*, seleção adversa, e consequentemente de crises financeiras generalizadas (MISHKIN, 2000a). Nesses casos, não basta que, por exemplo, os bancos mantenham parte de seus ativos também denominados em dólar, pois casos eles sejam empréstimos a empresas que estejam desprotegidas contra variação cambial, na prática, não há proteção. O potencial para crise persiste, sendo necessária legislação específica para promover o bem estar do setor financeiro (MISHKIN, 2004).

Esta situação aparece na análise de Paula, Fritz e Prates (2020) com o nome de “*original sin*” (pecado original), pois se trata de um fenômeno tradicional dos empréstimos internacionais em que bancos e instituições do sul geopolítico (países em desenvolvimento) incorrem em dívidas denominadas em moeda estrangeira de países do norte (países desenvolvidos ou economias avançadas), angariando passivos em moeda que não a nacional. Esse comportamento leva à instabilidade no caso de depreciação do câmbio, o que foi descrito no parágrafo anterior. No caso do *original sin*, além da deterioração no balanço de pagamento das empresas por conta de passivos denominados em moeda de países ricos, há dificuldade do banco central em atuar como emprestador de última circunstância (PAULA; FRITZ; PRATES, 2020), dificultando a preservação da estabilidade do sistema financeiro pela autoridade monetária.

É importante salientar que a inabilidade das instituições nacionais de angariar recursos na própria moeda está associada à hierarquia de moedas. De acordo com os referidos autores, a moeda utilizada internacionalmente (o dólar) tem preferência de utilização e, portanto, é considerada a mais líquida, enquanto as moedas de outros países desenvolvidos (como o iene do Japão e o euro dos países europeus) são também consideradas líquidas, ficando na base da hierarquia as moedas de países do sul ou emergentes, as inconversíveis. Isso significa que a moeda de países desenvolvidos pode ser utilizada em muitos contratos de investimento, de comércio e de aplicações financeiras internacionais, enquanto a moeda de países emergentes tende a ficar restrita ao seu país de origem. Por conseguinte, deve-se haver um prêmio de risco maior associado às moedas do sul geopolítico, para que se justifique sua utilização por investidores globais. Atendendo à demanda dos referidos investidores por uma remuneração maior de seu capital, os governos e

empresas de países emergentes oferecem prêmios maiores para compensar o risco maior.

O problema com essa dinâmica, levantada por Paula, Fritz e Prates (2020), é a natureza residual e pró-cíclica desses investimentos. Nos períodos de bonança global, o prêmio pelo risco em países desenvolvidos é reduzido, o que leva à intensificação do fluxo de capitais para os países emergentes. Já nos períodos de maior incerteza ou de maior prêmio pelo risco nos países desenvolvidos, os investidores preferem a liquidez e segurança de uma moeda líquida, importando mais aqui a preferência pela liquidez do que pelas margens oferecidas em países da periferia econômica. A preferência pela liquidez leva à saída de capitais internacionais desses países, que já sofrem com a aversão ao risco dos investidores de seu próprio território, por isso a característica pró-cíclica desses movimentos.

Por fim, tem-se o que Paula, Fritz e Prates (2020) chamam à atenção, uma versão atual do “*original sin*”, denominado “*original sin redux*”. Esse termo se refere ao que vem acontecendo recentemente em países emergentes, nos quais, em contrapartida ao realizado no passado, no *original sin*, suas instituições emitem dívidas, títulos e *equities* que são adquiridas por compradores no exterior, porém são denominados em moeda nacional. A novidade nesse caso é que os ativos dos investidores globais estão alocados em moedas que não somente dos países desenvolvidos, fazendo com que parte de seus ativos seja afetada pelas movimentações no câmbio dos países do sul. Na ocasião de uma crise global, em que o investidor se veja exposto a mais risco do que deseja, as primeiras posições a serem vendidas são as alocadas em países em desenvolvimento. Contudo, como o seu portfólio nesses países agora é denominado em suas respectivas moedas, o investidor se vê em uma situação de menor liquidez ainda, e percebe que suas perdas serão maiores em decorrência da desvalorização do câmbio dos países emergentes, o que causa uma corrida e, por conseguinte, um comportamento de manada para se livrar de ativos nesses países. Novamente, isso traz uma característica pró-cíclica aos fluxos internacionais, que nesse caso é ainda mais forte em decorrência de aplicações de investidores internacionais em moeda nacional, e por isso foi denominada *original sin redux*.

Considerando o exposto pelos autores, observa-se muito em países emergentes o que Mishkin (2004) denomina “*sudden stops*”, paradas bruscas no fluxo de capitais externos para dentro do país. Segundo ele, esse é um fenômeno

quase exclusivamente observado nesses países, que (também por conta do já exposto) tendem a ter instituições fiscais e financeiras mais frágeis. Isso leva ao comportamento anteriormente descrito, em que, seguindo casos de crise de liquidez em países desenvolvidos, seus atores econômicos se livram de títulos de países emergentes, considerados tipicamente de maior risco. Dessa maneira, os países em desenvolvimento ficam mais suscetíveis a fugas de capitais, os quais buscam ativos mais líquidos em momentos de crise, seguindo o preceito de preferência pela liquidez estipulado por Keynes (1996).

Além do risco maior de crises, quando ocorrem variações nos termos de troca essas alterações são repassadas para os preços internos, através do chamado efeito “*pass-through*”. No caso de uma eventual desvalorização do câmbio, os bens e matérias-primas importadas passam a ficar mais caros, gerando pressão de custos, logo maior demanda pelos bens produzidos internamente, causando, por fim, pressão inflacionária (MISHKIN, 2004). A pressão de custos de origem externa também pode ocorrer por meio de alterações em preços internacionais relevantes para a economia, como, por exemplo, do petróleo.

Por essas razões, os bancos centrais em países emergentes podem demonstrar o chamado “*fear of floating*”, em que a autoridade monetária eleva os juros para que não haja fuga de capitais, evitando-se que o câmbio desvalorize violentamente⁴⁹ (ARESTIS; PAULA; FERRARI-FILHO, 2009; MISHKIN, 2004). Entretanto, ainda segundo Arestis, Paula e Ferrari-Filho (2009), o juros não tende a diminuir drasticamente em momentos de tranquilidade, pois o banco central o utiliza de forma a atrair mais capitais e fazer convergir a inflação para a sua meta.

De maneira análoga, Modenesi, Martins e Modenesi (2013), através da exposição de uma curva de Taylor adaptada ao Brasil, com algumas diferenças em relação à de Mendonça (2001), apresentada anteriormente, verificam que a taxa Selic possui a característica de ser altamente convencional, com relevância da taxa de juros passada para a determinação da taxa atual superior à observada em outros países. Depende, portanto, a escolha da Selic pelo BCB, no momento atual, em grande parte do que foi escolhido em momentos anteriores, corroborando a ideia de que a taxa de juros no Brasil é alta em virtude de, simplesmente, por boa parte do

⁴⁹Segundo Mishkin (2004), isso pode levar o câmbio a tomar o papel da meta de inflação como âncora nominal, fazendo com que o câmbio tome preferência em sua determinação detrimento da inflação.

período recente, assim ter sido. Outros achados interessantes do modelo de Modenesi, Martins e Modenesi (2013) incluem a confirmação de que o BCB reage mais a mudanças na inflação e na taxa de juros de grandes economias do que ao hiato do produto:

The insensitiveness of the BCB becomes more serious in regard to the output gap. [...] the BCB seems to pay little attention to it: the output gap coefficient is statistically significant only at 15 percent and has very low magnitude ($a_5 = 0.316$). The sensitiveness of the BCB to the inflation gap ($a_4 = 0.796$) is highly statistically significant (at 1 percent). [...] The novelty presented here is the evidence that the BCB reacts to foreign interest rates when setting the basic interest rate. The Libor coefficient presents relatively high magnitude ($a_6 = 0.843$) and is statistically significant at the 10 percent level. (MODENESI; MARTINS; MODENESI, 2013, p. 477).⁵⁰

Em outras palavras, o trabalho de Modenesi, Martins e Modenesi (2013), confirma o que foi tratado até aqui sobre o comportamento da autoridade monetária no Brasil. É de grande relevância para a política monetária brasileira o que ocorre nas grandes economias, tendo mudanças na taxa de juros influência na cotação do real, fator de extrema importância, como já foi exposto. Logo, a manutenção da Selic em patamar relativamente alto colabora para ancorar a inflação através do real valorizado. O BCB também cria para si uma reputação de avesso à inflação, ancorando, de maneira similar, as expectativas. Advindo desse comportamento, mantido por um longo período de tempo, no entanto, surge essa convenção de altas taxas de juros no país, que são danosas à economia, favorecendo aplicações financeiras em detrimento de investimentos em capacidade produtiva. O crescimento econômico e os níveis de emprego, nesse caso, tomam a posição de preocupações secundárias.

Outro aspecto reconhecido por Mishkin (2000a) como problemático no tocante à execução da política monetária para as economias emergentes, e que é apontado por diversos autores (ARESTIS; PAULA; FERRARI-FILHO, 2009; BARBOZA, 2015; FEIJÓ; ARAÚJO; BRESSER-PEREIRA, 2022) como relevante no caso do Brasil, são os preços administrados. Os preços administrados são preços determinados pelo Estado, tipicamente através de contratos firmados com empresas prestadoras de algum serviço como de transporte, fornecimento de água ou energia, além dos serviços oferecidos pelas próprias empresas estatais que podem depender de decisões políticas para serem reajustados. Um prefeito pode, por exemplo, barrar ou

⁵⁰O coeficiente “Libor”, tratado nessa citação pelos autores, é o *London interbank rate*.

passar o reajuste nos preços da empresa de transporte público municipal a despeito da situação econômica ou da inflação. Preços administrados também podem ser indexados a algum índice, dependendo de inflação passada para sua correção. Dessa maneira, eles não seguem o comportamento normal de dependência das condições de oferta e demanda e são, portanto, resistentes aos rumos da política monetária.

De acordo com Feijó, Araújo e Bresser-Pereira (2022), 25% do IPCA é composto por esses preços, o que significa que 1/4 do índice referência para a execução da política monetária não é afetado por ela. Além disso, no Brasil, preços administrados ainda possuem a característica de fazer perdurar a inflação passada para a inflação presente, já que, como foi dito acima, tendem a ser reajustados no momento atual de acordo com a inflação realizada no ano anterior, tipicamente através do IGP (Índice Geral de Preços) (ARESTIS; PAULA; FERRARI-FILHO, 2009). Segundo esses autores, os preços administrados são, ainda, por serem indexados tipicamente ao IGP, sensíveis a mudanças no câmbio, já que há relevante presença do IPA (Índice de Preços ao Produtor Amplo) no IGP, e o IPA “registra variações de preços de produtos agropecuários e industriais nas transações interempresariais”⁵¹, fazendo com que o efeito *pass-through* seja especialmente relevante no caso de preços administrados, além de tornar a inflação mais duradoura em decorrência dos ajustes a esses preços.

Reconhecendo o comportamento dos preços no Brasil, Bogdanski, Tombini e Werlang (2000), afirmam que, ao implementar o RMI no país, a melhor decisão, em termos técnicos, provavelmente teria sido escolher um índice mais próximo a um de *core inflation* para a condução da política monetária, expurgando-se alguns itens da cesta de produtos e serviços utilizados como referência para o cálculo da inflação; no fim, preferiu-se o IPCA por razões de credibilidade e clareza, ainda mais relevantes durante a transição para o RMI no Brasil em 1999. O resultado dessa decisão é que o BCB deve incorrer em política monetária demasiadamente recessiva para controlar a inflação, pois ele afeta apenas parte dos preços, e deve sempre se preocupar com os preços externos. Consequentemente, ao tentar combater a inflação advinda de uma flutuação no câmbio, o banco central promove a

⁵¹Retirado de <https://portalibre.fgv.br/estudos-e-pesquisas/indices-de-precos/ipa>. Acessado em: 03/09/2022.

deterioração de outros aspectos macroeconômicos e o desestímulo à demanda interna, que não é a fonte da inflação (ARESTIS; PAULA; FERRARI-FILHO, 2009).

Somando à preocupação com o cenário externo e à ineficácia da política monetária em influenciar preços administrados, Barboza (2015) desenvolve a tese de que a política monetária no Brasil tem seus canais de transmissão obstruídos. Isto decorreria, além da presença dos preços administrados, das características do mercado de crédito no país e do “truncamento” da estrutura a termo da taxa de juros, que pode ser inclusive observada através da existência das LFTs (Letras Financeiras do Tesouro), outro aspecto apontado pelo autor como corroborador da ineficiência da política monetária. Tratando primeiro do mercado de crédito, no Brasil há pouca participação dele na determinação da renda, o que enfraquece a propagação dos (des)estímulos monetários, como explicado por Bogdansk, Tombini e Werlang (2000):

given historical low leverage of the Brazilian corporate sector along with the very strict credit and monetary policies implemented with the Real plan, the credit mechanism has not operated and its importance in terms of channeling interest rate impacts on inflation has been negligible. (BOGDANSKI; TOMBINI; WERLANG, 2000, p. 14-15).

Além disso, grande parte do crédito oferecido é composta por crédito direcionado ou subsidiado, diferenciando-se do crédito livre por que “Primeiro, o preço que baliza suas operações não é sensível às alterações da política monetária. [...] Segundo, seu preço é tipicamente inferior à taxa básica de juros.” (BARBOZA, 2015, p. 142).

Por fim, o autor trata das LFTs, um título emitido pelo Tesouro Nacional que é indexado à taxa SELIC. Esse tipo de título compõe, na atualidade, cerca de 37% da dívida do governo em poder do público⁵², o que significa que uma boa parte da dívida pública brasileira tem seu rendimento determinado diretamente pelo Banco Central. Tradicionalmente, os títulos do tesouro perdem valor ao haver um aumento dos juros, sendo esse o caso para os títulos pré-fixados⁵³. Todavia, no caso das LFTs, como seu rendimento é reajustado seguindo mudanças na SELIC, não há qualquer alteração em seu valor. Isso faz com que mais de 1/3 do estoque de dívida do país não sofra de efeito riqueza seguindo decisões de política monetária,

⁵²Calculado com dados do Tesouro Nacional de 06/2022.

⁵³ $P = V/(1+i)^n$, em que P = preço, V = valor de face, i = taxa paga pelo título ao detentor, n = períodos de incidência da taxa. Logo, $i \uparrow \rightarrow P \downarrow$.

enfraquecendo seus efeitos ainda mais. Associa-se a isto o fato que a dívida brasileira é de curta duração média⁵⁴ (até mesmo por conta das LFTs), e as mudanças na taxa SELIC pouco afetam a demanda na economia brasileira através do canal do preço dos ativos e da taxa de juros.

Tratando da maioria dos pontos já expostos aqui, Nassif, Feijó e Araújo (2020), além de realizarem uma retomada teórica, trazem uma exposição empírica na qual analisam a resposta da inflação brasileira no período 2000-2017 a mudanças na taxa SELIC. O resultado fica de acordo com as ressalvas apresentadas, de que a política monetária no Brasil não é tão poderosa, sendo o efeito de apertos monetários muito ameno sobre a inflação. Isso ocorre porque, decorrente das características da economia brasileira já apresentadas, a inflação no Brasil tende a ser “*cost-push*”, ou seja:

explicada principalmente por choques de oferta, negativos ou positivos (movimentos na taxa de câmbio, mudanças nos preços internacionais de commodities e de energia, etc.), e por uma inércia parcial causada pela indexação dos preços administrados. (ARESTIS; PAULA; FERRARI-FILHO, 2009, p. 23).

Os autores também oferecem evidências comparando choques no IPCA advindos de alterações no câmbio, com choques na mesma variável decorrentes de mudanças nos índices de produção industrial, *proxy* para alterações na demanda agregada. Deste exercício econométrico se confirma que, pelo menos para o período 2000-2017, “inflation in Brazil has predominantly been a cost-push phenomenon.” (NASSIF; FEIJÓ; ARAÚJO, 2020, p. 22), afirmação corroborada também por outros autores (ARESTIS et al., 2009; SICSÚ et al., 2021; FEIJÓ et al., 2022).

Todas as ressalvas apresentadas até aqui apontam para o fato de que o RMI não é tão eficiente em controlar a inflação no Brasil quanto é em outros países, principalmente os desenvolvidos. Como tanto o Estado quanto a política fiscal são deixados de fora nesse regime, cabe à política monetária a tarefa exclusiva de combater os aumentos nos níveis de preços, e ela, como foi visto, enfrenta muitos empecilhos para atingir esse objetivo. Associa-se a isso a sensibilidade do país no tocante ao câmbio, tanto por conta da instabilidade gerada pela variabilidade nos fluxos financeiros, quanto pela dependência dos termos de troca para manter a

⁵⁴Duração média de 3,88 anos, de acordo com o Relatório da Dívida Pública Federal de junho de 2022 do Tesouro Nacional.

inflação sob controle, e a autoridade monetária deve se preocupar não somente em manter as variações no nível de preços em patamares razoáveis, mas também o câmbio, enquanto preza pela estabilidade do sistema financeiro como um todo. Para atingir simultaneamente todos esses objetivos, o BCB acaba praticando níveis de taxas de juros acima dos observados em outros países. Juros altos desfavorecem o investimento em capacidade produtiva dentro do país, o que no longo prazo o torna ainda mais sensível a choques externos, fazendo com que no país haja uma “convenção de juros elevados” (FEIJÓ; ARAÚJO; BRESSER-PEREIRA, 2022), levando ao baixo crescimento e resultados macroeconômicos pobres, em favor do controle da inflação.

4.2 A PANDEMIA E A PRESSÃO INFLACIONÁRIA

Conquanto não seja o foco desse trabalho tratar das causas da inflação no período pandêmico e pós-pandêmico, o objetivo principal do Banco Central do Brasil é combater a inflação, e a depender do tipo de inflação – demanda, custos, etc.- o tratamento dado a ela deve ser diferente. A inflação no Brasil tendeu a ser do tipo *cost-push*, com grande influência de pressões via canal de câmbio, durante boa parte do tempo desde que se estabeleceu o RMI no país, o que foi apresentado na seção anterior. Logo, aqui são observadas algumas variáveis que possam indicar para um ou outro tipo de pressão inflacionária como sendo a principal causa para a inflação brasileira a partir do segundo ano de pandemia.

Como foi possível observar no capítulo 3, a pandemia causou grande desalinhamento das cadeias produtivas, o que gerou, após o desaquecimento de 2020, pressões inflacionárias em 2021, por conta do desencontro entre demanda e oferta; a demanda estava suprimida e voltou a subir com a reabertura das economias. Enquanto isso, fábricas e diversos produtores ainda enfrentavam problemas com fornecimento insumos necessários à fabricação de seus bens. Foi observado, também, que a partir de 2021 houve grande valorização de muitas *commodities* importantes, explicitado através do Gráfico 5, o que, similarmente, contribui para a inflação através de pressão de custos aos produtores.

A resposta das autoridades monetárias dentre países adeptos ao RMI foi semelhante, alívio monetário por meio de redução dos juros em 2020 e aperto a partir de 2021, com os países emergentes na dianteira do aumento dos juros. De acordo com o observado, no entanto, nenhum dos países selecionados conseguiu

manter a inflação sequer próxima a sua meta após o início da subida do nível de preços, sendo que alguns desses países estão, atualmente, batendo simultaneamente recordes de inflação e de taxas de juros.

O Brasil, contudo, pode ser considerado um caso à parte. No comparativo do nível de emprego de vários países (ver Gráfico 2), o país foi um dos que teve menor resposta ao choque inicial da pandemia no quesito emprego. O Gráfico 12, abaixo, associa a produção industrial⁵⁵ e o número total de pessoas ocupadas⁵⁶ em índice, com o número de casos de Covid-19⁵⁷. Percebe-se que a resposta do país ao choque da Covid-19, em termos de emprego e produção industrial, foi inferior ao observado em outros países (a resposta em termos de produção foi bem menor do que a China e em termos de emprego menor que todos os países apresentados com exceção da Rússia), e com recuperação rápida no caso da produção industrial. Há de se notar que essa queda inferior possivelmente ocorreu porque o Brasil já apresentava índices de desemprego superiores a outros países, chegando a 11,35% em janeiro de 2020 enquanto Japão, Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, Rússia, Chile apresentavam índices de, respectivamente, 2,3%, 3,98%, 3,9%, 5,84%, 4,7% e 8,04%⁵⁸. Apenas a Colômbia, dos países apresentados no capítulo anterior, apresentava índice de desemprego pior, 12,33% em janeiro de 2020.

Observa-se, portanto, que as variações em demanda agregada são inferiores às observadas nos outros países. O Gráfico 13 contém os mesmos indicadores de produção, só que dessa vez em comparação com o IPCA⁵⁹. Apesar da subida simultânea do número de pessoas ocupadas e da inflação em 2021, é necessário reparar que a primeira variável apenas retorna aos patamares de antes da pandemia, enquanto a produção segue um ciclo nos três anos observados, de maior produção ao longo do ano e queda ao final de cada ano, permanecendo em patamar similar por todos os períodos, à exceção apenas do choque inicial da pandemia em

⁵⁵Índice de produção industrial calculado a partir da série 21859 do BCB, que trata da produção industrial geral, sendo a fonte original o IBGE.

⁵⁶Uma pessoa é dita ocupada na metodologia usada pelo IBGE quando ela exerce atividade profissional (formal ou informal, remunerada ou não) durante pelo menos 1 hora completa na semana de referência da pesquisa. Ou seja, são aquelas pessoas que, num determinado período de referência, trabalharam ou tinham trabalho mas não trabalharam (por exemplo, pessoas em férias). Retirado de <https://www.ibge.gov.br/apps/snig/v1/?loc=0&cat=-1,1,2,-2,-3,128,129&ind=4728>. Acesso em: 23/09/2022.

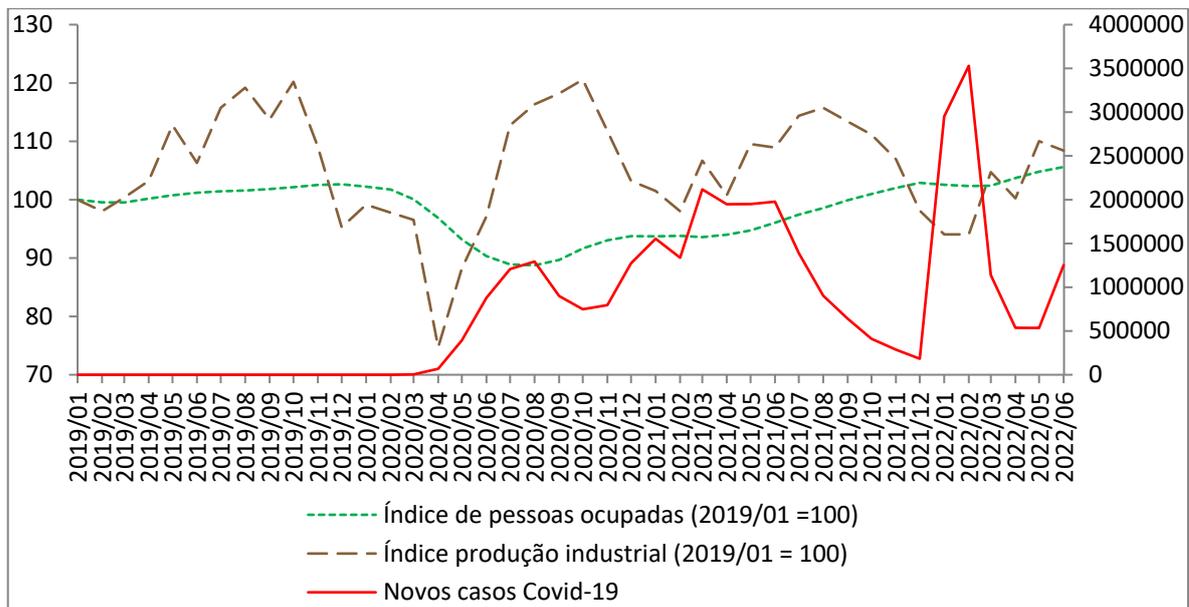
⁵⁷Índice de pessoas ocupadas e de produção industrial calculados utilizando dados do IBGE. Novos casos de Covid-19 calculados utilizando dados da OMS.

⁵⁸Dados do FMI. Não haviam dados para o México.

⁵⁹Índice de pessoas ocupadas e de produção industrial calculados utilizando dados do IBGE. IPCA acumulado calculado com dados do IPEADATA.

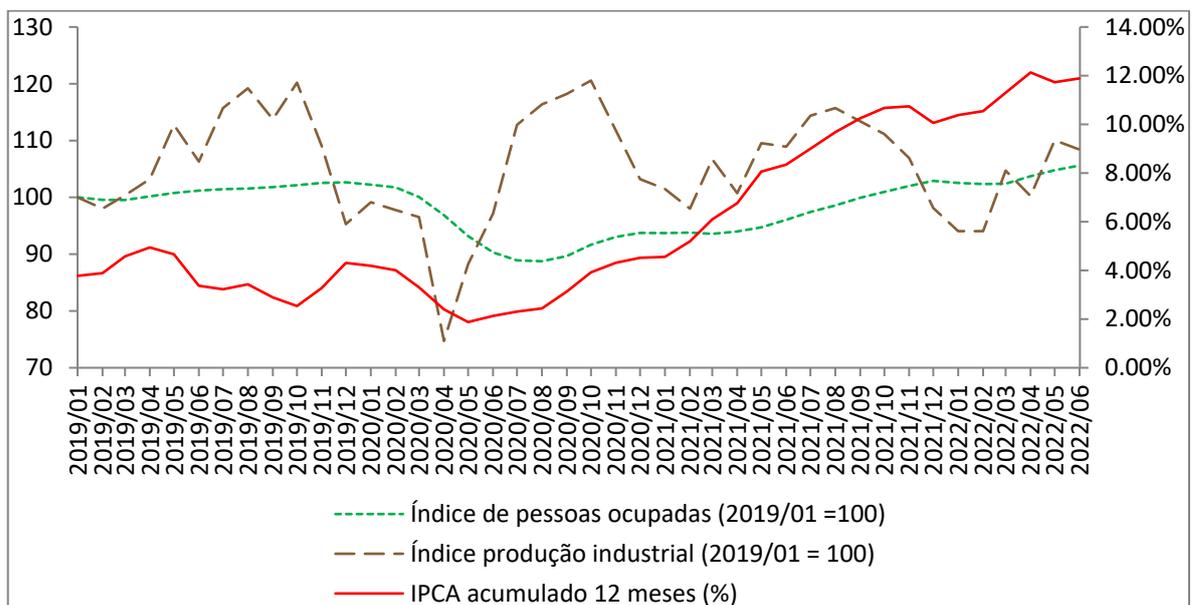
fevereiro/março de 2020. O que os dados sugerem, portanto, é que durante o período estudado, a pressão sobre os preços advindo do lado da demanda não foi significativa, ou pelo menos não justifica a subida no nível de preços que ocorreu em 2021-2022. Nesse sentido, a relação da Curva de Philips para o caso do Brasil durante o período 2019-2022 parece não ser adequada como ponto de partida para explicar a inflação.

Gráfico 14 – Índices de atividade econômica (2019/01 = 100) e novos casos de Covid-19 – Brasil (2019/01 – 2022/06)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE e OMS.

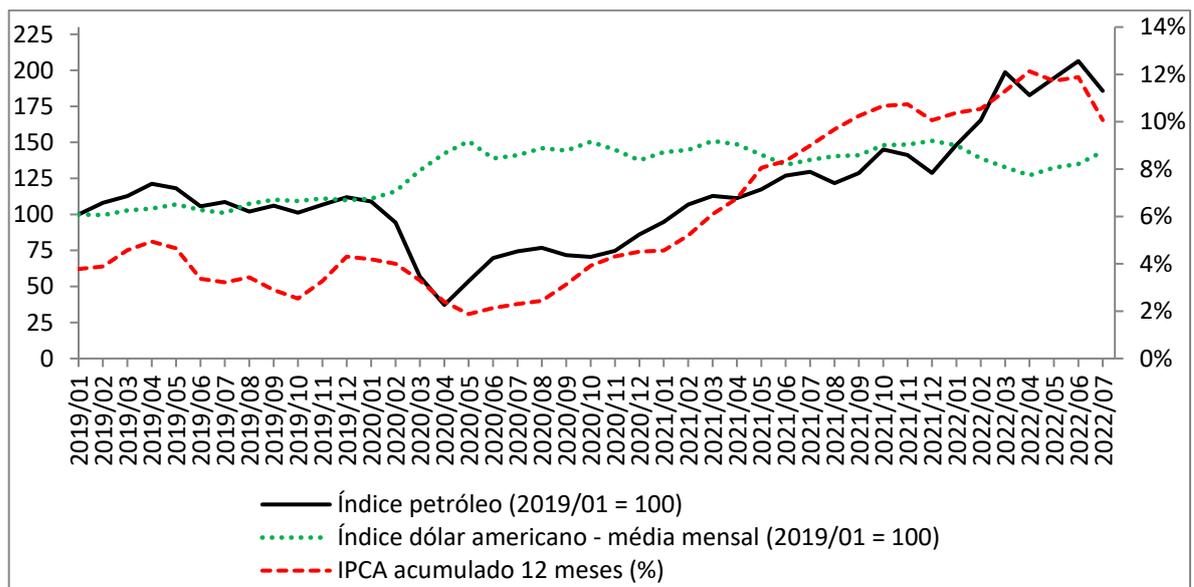
Gráfico 15 – Índices de atividade econômica (2019/01 = 100) e IPCA (2019/01 – 2022/06)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IBGE e IPEADATA.

É interessante, portanto, observar que as causas para a inflação do segundo ano de pandemia estão atreladas mais a fatores externos do que internos. O Gráfico 5 já mostrou a tendência da subida das *commodities* após a reabertura das economias, porém vale ressaltar também a questão do câmbio. O que foi visto na seção anterior é que os países emergentes têm grande dependência em relação à precificação de suas moedas, pois bruscas desvalorizações geram, além de pressões sobre o balanço de pagamentos de empresas e instituições financeiras (e consigo instabilidade), pressões inflacionárias por conta do aumento do preço de matérias-primas, produtos industrializados, e *commodities* importadas, que afetam a economia através do efeito *pass-through*. Além disso, parte dos preços administrados é indexada indiretamente à variação do câmbio. Não insignificante é, também, a participação do preço do petróleo na determinação da inflação brasileira, pois cerca de 75% do transporte de cargas no país é realizado por meio de rodovias⁶⁰, o que significa que o aumento do preço encarece o transporte de mercadorias em toda a cadeia produtiva. Ademais, o setor de transportes atualmente representa o maior peso em termos de grupo do IPCA (WEISS; SAMPAIO, 2022). Índices tanto do preço do petróleo quanto do câmbio (Dólar americano) podem ser vistos no Gráfico 14 abaixo, que os associa ao IPCA⁶¹.

Gráfico 16 – Índices do petróleo e câmbio (2019/01 = 100) e IPCA (2019/01 – 2022/07)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do IPEADATA, BCB e IBGE.

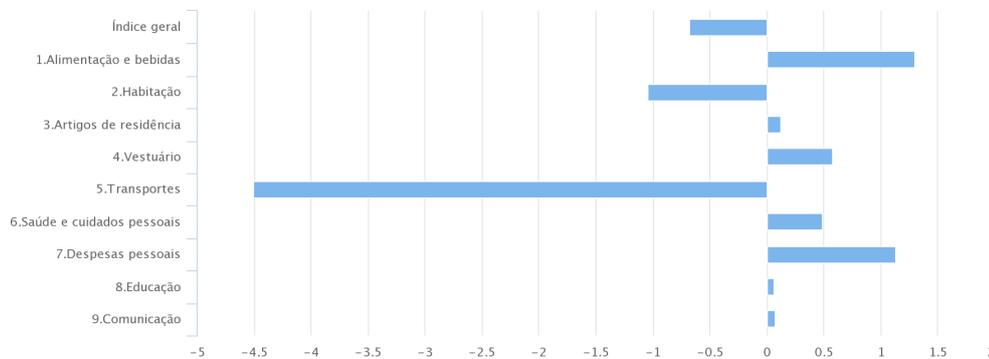
⁶⁰Retirado de <https://www.gov.br/infraestrutura/pt-br/assuntos/transporte-terrestre/transporte-rodoviario-de-cargas>. Acesso em: 20/09/2022.

⁶¹Índice do petróleo calculado com dados IPEADATA. Índice Dólar americano calculado com dados do BCB. IPCA acumulado calculado com dados do IBGE.

Percebe-se grande proximidade entre as séries do petróleo e do IPCA, com modificações no preço da *commodity* conduzindo a inflação brasileira à mesma direção. É interessante notar que, com a brusca desvalorização do câmbio a partir de março de 2020, esperar-se-ia maior pressão altista na inflação. Contudo, isso não ocorre, principalmente pela queda do petróleo e da demanda agregada no período. Em 2021, entretanto, com a subida dos preços não só no petróleo, mas em outras *commodities*, e com a manutenção do real em patamar depreciado em relação aos períodos pré-pandêmicos, a inflação acelera.

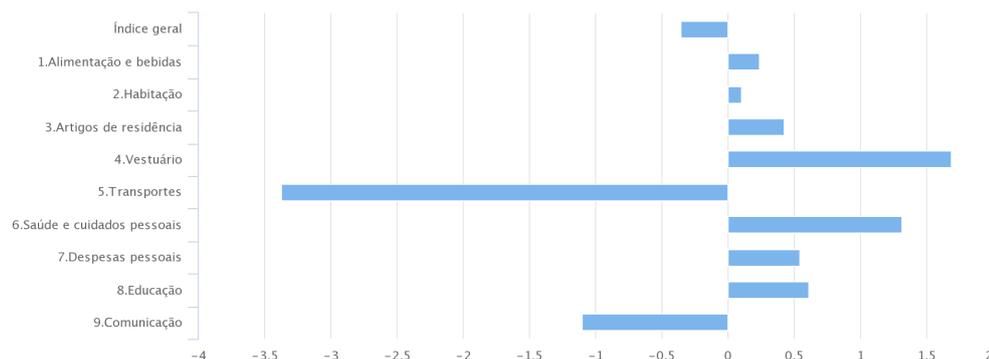
Exemplificando a importância do preço do petróleo à dinâmica da inflação brasileira, verifica-se que nos meses de julho e agosto de 2022, em que houve deflação, o grande responsável foi o setor de transportes, onde parte significativa do custo advém dos gastos com combustíveis derivados do petróleo. No mês de março, logo após o início da guerra na Ucrânia, também houve grande pressão do preço do petróleo sobre a inflação, só que dessa vez em sentido altista. Essas relações estão explícitas na decomposição do IPCA feito pelo IBGE nas figuras abaixo.

Figura 4 – IPCA decomposto por setores – Julho 2022

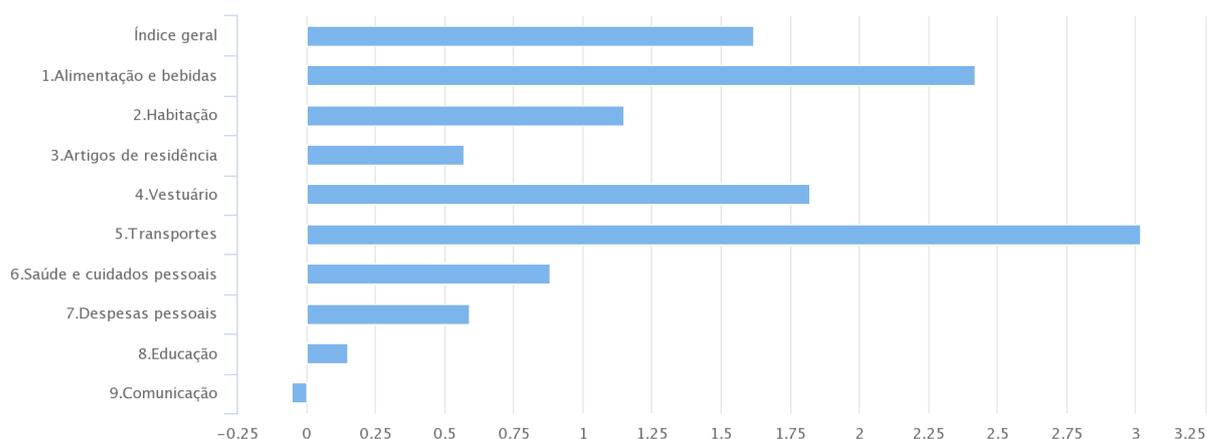


Fonte: IBGE.

Figura 5 – IPCA decomposto por setores – Agosto 2022



Fonte: IBGE.

Figura 6 – IPCA decomposto por setores – Março 2022

Fonte: IBGE.

Conclui-se, portanto, que apesar dos preços de boa parte do mercado de combustíveis serem administrados no Brasil, determinados pela Petrobrás, que por sua vez tem como controlador o governo, ao seguir os preços internacionais, os preços internos da *commodity* e seus derivados são determinados pelas condições de mercado globais. Por conseguinte, vários preços são afetados, principalmente alimentos, tanto pelas alterações no preço do petróleo, graças à representação do frete sobre o seu valor total, quanto por subidas no preço do gás natural e dos fertilizantes (WEISS; SAMPAIO, 2022), decorrentes da guerra na Ucrânia. A ausência de estoques reguladores (como é feito nos Estados Unidos para o caso do petróleo) torna o governo incapaz de promover a redução em diferenças pontuais entre oferta e demanda, deixando que os preços se comportem de maneira extremamente volátil (WEISS; SAMPAIO, 2022; DAVIDSON, 2006).

Além disso, como *commodities* têm seu preço denominado em dólar, a determinação de seu preço no mercado interno passa a ser influenciada também pela flutuação do câmbio. Consequentemente, parte importante da inflação brasileira tem sua dinâmica determinada pelos mercados e condições das economias globais, e não por fatores internos, o que dificulta o controle da inflação por parte do Banco Central, que tem influência limitada sobre os preços internacionais e seu impacto na economia brasileira.

4.3 A POLÍTICA MONETÁRIA DO BANCO CENTRAL DO BRASIL

Após tratar sobre a questão crítica do RMI no Brasil e aspectos relevantes para a inflação brasileira no contexto da pandemia, cabe, neste ponto do trabalho,

analisar a execução da política monetária pelo Banco Central do Brasil. O primeiro período de interesse a ser averiguado é o choque inicial da pandemia, entre fevereiro e março de 2020. O COPOM vinha decidindo por quedas seguidas na taxa de juros a esse ponto, e na reunião de março de 2020 decidiu por manter a trajetória de queda. É interessante observar que as preocupações do comitê estão associadas às questões externas, porém o que pesa mais na decisão do comitê é de fato a demanda interna:

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. [...] o terceiro efeito tende a ser bastante significativo no horizonte relevante para a política monetária porque os efeitos da pandemia sobre a atividade podem ser expressivos. De acordo com simulações apresentadas na reunião do Copom, para compensar este terceiro efeito, seria necessária uma redução da taxa básica de juros superior a 0,50 ponto percentual. (BCB, 2020, p. 4).

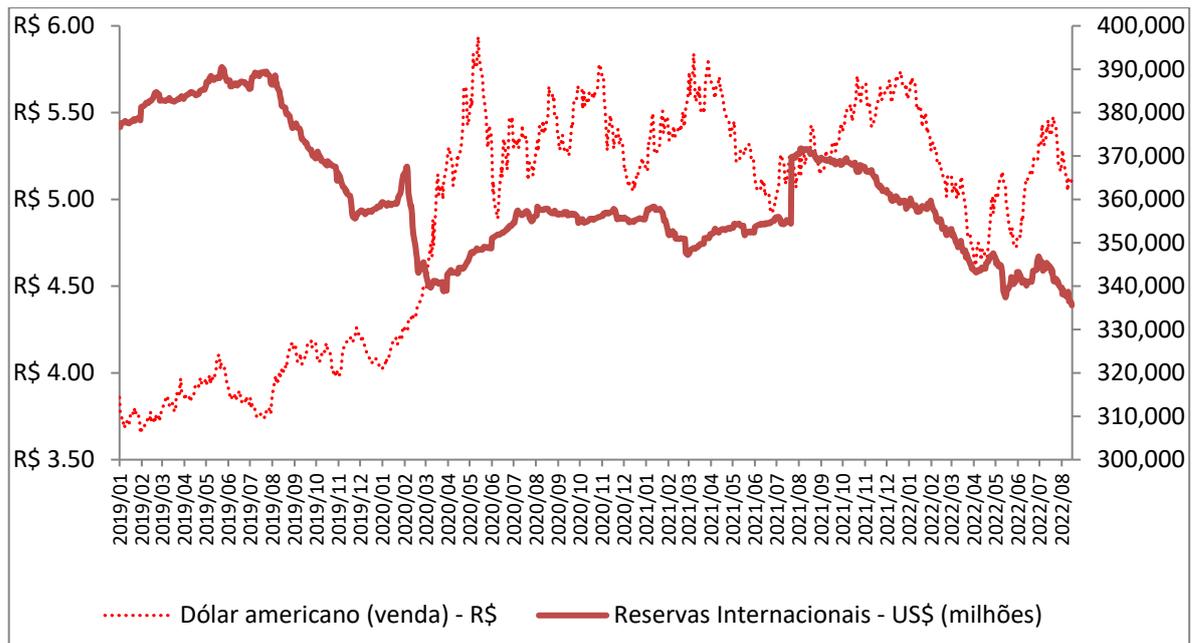
Fica evidente, portanto, que o COPOM já estava ciente das dificuldades a serem enfrentadas na pandemia, principalmente no que tange às cadeias produtivas, seus decorrentes choques de oferta e à demanda. No entanto, na mesma ata, o COPOM afirma que tanto o primeiro quanto o segundo efeito citados devem ser relevados, pois seus impactos são de pouca importância e temporários, respectivamente. Ao analisar a visão do comitê nesse momento no tempo, percebe-se que ainda havia alta incerteza quanto ao decorrer da pandemia por parte de seus membros. Decidiu-se, então, em continuar com os movimentos que já vinham sendo promovidos na taxa de juros, porém com maior preocupação em relação à manutenção da demanda interna, a qual poderia sofrer violentamente.

Na próxima reunião, em maio de 2020, a situação da pandemia já estava mais consolidada. A desaceleração nas grandes economias e a queda nos preços das *commodities* são apontadas pelo comitê como razões para a deflação que viria a ser observada nos próximos meses. O comitê reconhece que “a contração da atividade econômica será significativamente superior à prevista na última reunião do Copom.” (BCB, 2020b, p. 3).

Em relação à reunião anterior, dois pontos são interessantes de serem destacados. Um deles é o fator do câmbio, que sofreu forte desvalorização “com saída de capitais significativamente superior à de episódios anteriores.” (BCB,

2020b, p. 3). No Gráfico 15 é possível observar a trajetória diária do câmbio e das reservas internacionais brasileiras. É perceptível a desvalorização da moeda brasileira e a tentativa de estabilização do câmbio com o uso de reservas, porém, dado o tamanho do choque, é possível afirmar que o uso de mais reservas seria provavelmente contraprodutivo e ineficiente, tendo as reservas utilizadas pouco impacto na determinação do câmbio nesse período.

Gráfico 17 – Dólar americano e reservas internacionais – diário (02/01/2019 – 16/08/2022)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB.

O segundo ponto tem relação à própria taxa de juros. Os países emergentes tendem a ter níveis de taxa de juros mais altos que os países desenvolvidos, algo que não foi deixado de lado pelos membros do COPOM. Porém, com uma situação econômica de redução significativa da demanda e preços, faria sentido um alívio significativo da política monetária. O comitê, contudo, considera que taxas de juros próximas demais às de países desenvolvidos podem trazer instabilidade à economia, fazendo com que haja discussão quanto ao limite inferior possível de ser adotado para a política monetária brasileira:

A maioria dos membros ponderou que o limite seria significativamente maior em economias emergentes do que em países desenvolvidos, devido à presença de um prêmio de risco. Foi ressaltado que esse prêmio tende a ser maior no Brasil, dadas a sua relativa fragilidade fiscal e as incertezas quanto à sua trajetória fiscal prospectiva. Nesse contexto, já estaríamos próximos do nível onde reduções adicionais na taxa de juros poderiam ser acompanhadas de instabilidade nos mercados financeiros e nos preços de ativos. (BCB, 2020b, p. 4).

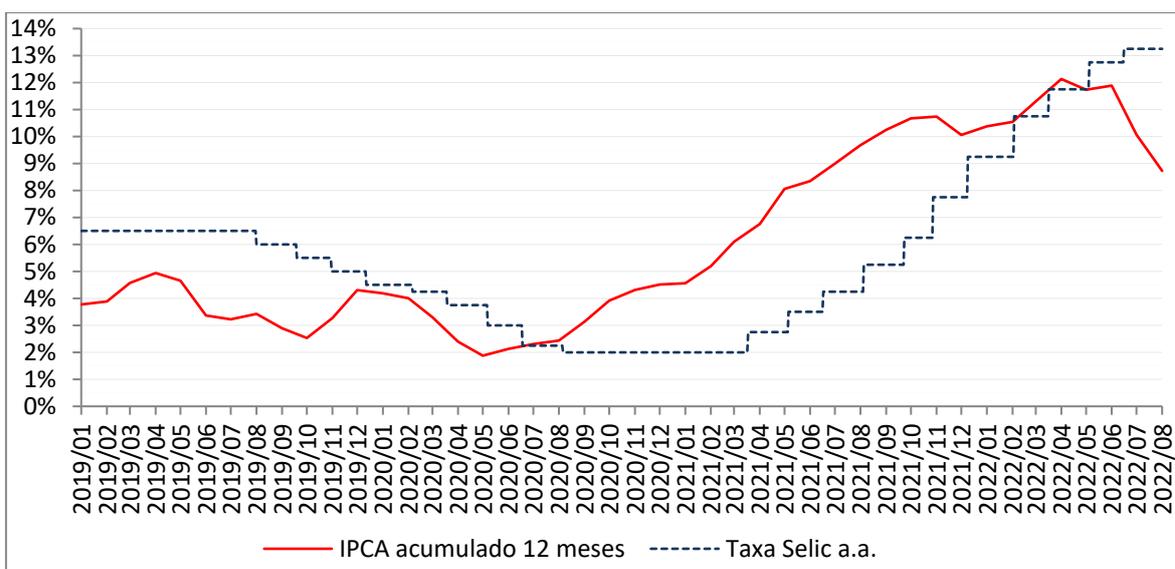
Decidiu-se, apesar dessa ressalva, continuar com a queda nos juros, tendo em mente, o COPOM, principalmente a queda na demanda agregada e as expectativas do mercado de inflação abaixo da meta. Essa redução continuou até agosto de 2020. A preocupação com uma “taxa mínima” de juros para o Brasil foi a razão para sua última redução à taxa de 2% a.a.:

Considerando o longo histórico da economia brasileira operando com a taxa básica de juros em nível muito elevado, os juros baixos sem precedentes podem comprometer o desempenho de alguns mercados e setores econômicos, com potencial impacto sobre a intermediação financeira. [...] o Comitê refletiu que um ambiente com juros baixos sem precedentes pode gerar aumento da volatilidade de preços de ativos e afetar, sem o devido tempo necessário de transição para um novo ambiente, o bom funcionamento e a dinâmica do sistema financeiro e do mercado de capitais. (BCB, 2020c, p. 4).

A taxa de juros permaneceu em 2% a.a. até março de 2021. O Gráfico 16 mostra essa mudança na política monetária⁶². Quando a decisão para aumentar a taxa de juros foi tomada, a inflação já vinha em trajetória ascendente. Como foi visto, associado ao real depreciado, durante esse período, as *commodities* começaram a apreciar, com destaque para o petróleo que havia tido forte queda na primeira fase da pandemia:

A continuidade da recente elevação no preço de commodities internacionais em moeda local tem afetado a inflação corrente e causou elevação adicional das projeções para os próximos meses, especialmente através de seus efeitos sobre os preços dos combustíveis. (BCB, 2021, p. 3).

Gráfico 18 – IPCA e taxa Selic % (2019/01 – 2022/08)

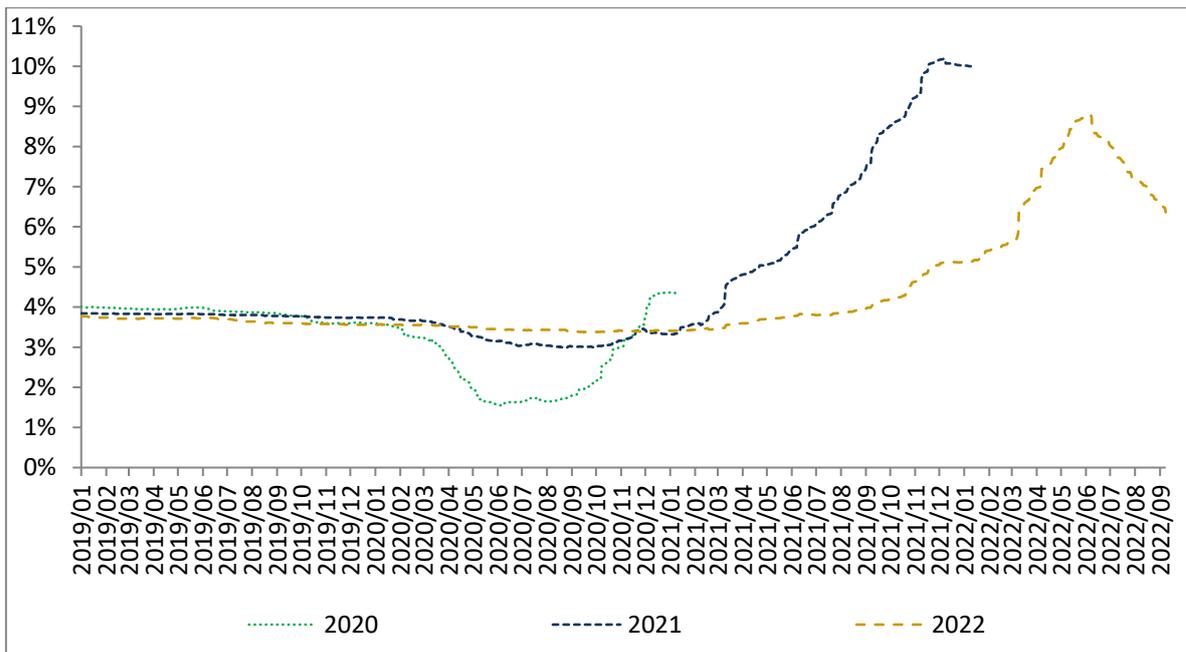


Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB e IBGE.

⁶²Taxa Selic retirada de dados do BCB. Inflação acumulada calculada com dados do IBGE.

As expectativas de inflação também sofreram alterações. A abertura parcial das economias já começava a acontecer, e, assim, a volta ao fornecimento de alguns serviços, o que reaqueceu as economias mundiais. Dessa forma, o BCB agiu à maneira tradicional frente às expectativas inflacionárias, com o início de um aperto monetário via subida nos juros. O Gráfico 17 demonstra a evolução das expectativas.

Gráfico 19 – Expectativas de inflação % – média do mercado - diário (02/01/2019 – 09/09/2022)



Fonte: Elaboração própria a partir de dados do BCB.

A elevação dos juros foi relativamente intensa, de 2% a.a. para 2,75% a.a., e deu início ao ciclo de alta de juros que durou até a reunião de 21 de setembro de 2022. Na última reunião em que o COPOM elevou a taxa Selic, a alta foi de 0,5 p.p., para os atuais 13,75% a.a.⁶³. A decisão foi tomada tendo em mente a situação interna de retomada do mercado de trabalho acima do esperado e as incertezas do mercado global, com muitas economias desenvolvidas experienciando altas taxas de juros e de inflação. É natural, então, que o BCB tenha promovido acréscimos da Selic em antecceção, prevendo repetidas elevações dos juros nas economias desenvolvidas, visando manter o diferencial de juros para evitar fuga de capitais. Foi discutida também a questão dos estímulos tributários, os quais ajudaram a trazer a inflação para baixo; aqui, novamente, o comitê reafirmou que esse é um efeito temporário, sem influência para além do curto prazo. Logo, os integrantes do comitê

⁶³Ver <https://www.bcb.gov.br/> . Acesso em 22/09/2022.

preferiram discutir medidas para o médio prazo, considerando os *lags* da política monetária. Percebe-se, novamente, a influência de medidas além do controle do Banco Central, nesse caso da política fiscal, nos níveis de preços.

Visto isso, apesar das medidas tempestivas e bem acertadas do COPOM e do Banco Central do Brasil, de alívios e apertos monetários em momentos oportunos, elas não foram suficientes. Como veredito final acerca da política monetária no período da pandemia, pode-se dizer que o BCB agiu da melhor maneira possível com as ferramentas disponíveis para si. Em momentos de queda na inflação e no produto o Banco Central promoveu taxas de juros baixas como nunca antes vistas no país, e em momentos de incerteza posterior, como no caso da guerra da Ucrânia e atualmente, promoveu taxas de juros altas para ancorar as expectativas. Fez o mesmo após o início da disparada na inflação. Aliás, comparando a atuação do BCB à de outros países durante a pandemia, percebe-se que ele se antecipou à inflação, tendo em vista seus principais desafios a serem enfrentados até mesmo na primeira reunião após o decreto da pandemia, em março de 2020. Pode-se dizer então, que dentro das “regras do jogo” do RMI, o Banco Central agiu muito bem:

quando são consideradas as regras de atuação do banco central no RMI, pode-se dizer que o BCB agiu em conformidade a elas, elevando os juros a partir do momento em que as expectativas começaram a se deteriorar. No entanto, o quadro em dezembro de 2021 era de inflação acima do teto da meta (10,06%), o mesmo valendo para as expectativas para 2022, o que mostra que o instrumental do RMI foi insuficiente para lidar com a inflação. (WEISS; SAMPAIO, 2022, p. 7).

A despeito dos seguidos apertos monetários, de março de 2021 até o momento de conclusão do presente trabalho, com diferença de 11,75 p.p. na Selic em relação à primeira alta, tais medidas não foram suficientes para conter a inflação e mantê-la na meta. A natureza da inflação, altamente associada a custos e preços internacionais, como reconhecido pelo próprio COPOM, são difíceis de combater apenas com política monetária.

4.4 CONSIDERAÇÕES FINAIS DO CAPÍTULO

Ainda que a intenção desse trabalho não seja oferecer qualquer sugestão de política voltada para o controle da inflação, é relevante abrir a discussão para que sejam consideradas alternativas e complementos à política monetária, visto que

depende apenas da taxa de juros para atingir objetivos de estabilização do sistema financeiro, controle inflacionário e crescimento econômico, constitui de fato o que muitos chamam de “*panaceia*”. Ademais, tendo em conta as dificuldades que a política monetária enfrenta no Brasil para atingir os efeitos desejados, a determinação da política monetária como único e capaz instrumento para atingir todos esses objetivos constitui uma tarefa improvável de ser cumprida.

Interessante, nesse caso, é pensar na integração das políticas de Estado, via atuação do governo, e monetária, via atuação do BCB, com o fim de atingir objetivos em comum. A manutenção da renda e da demanda agregada através de programas de renda básica e os cortes tributários foram aspectos marcantes do durante e do pós-pandemia no Brasil. Por mais que suas motivações sejam questionáveis, em associação com a política monetária, é possível que sejam utilizados para promover os ajustes pontuais necessários para controlar a inflação de maneira mais potente e incisiva. Além disso, com a utilização da política fiscal, contornam-se muitos dos problemas da política monetária, tendo ela atuação direta e rápida, enquanto a política monetária pode trabalhar para atingir objetivos de longo prazo.

5 CONCLUSÃO

A pandemia do Coronavírus foi um evento que produziu grandes mudanças de aspecto econômico e social, influenciando os níveis de emprego, demanda agregada e inflação. A fim de combater os efeitos danosos de catástrofes dessa magnitude, várias ferramentas de política econômica estão à disposição do Estado, sendo uma delas a política monetária. No Regime de Metas de Inflação, a política monetária tem ainda mais destaque, pois ela é favorecida em detrimento de outras políticas estatais, como a política fiscal. Além do favorecimento da política monetária, no RMI, prefere-se o combate à inflação a outros objetivos macroeconômicos, como consta em sua própria denominação. Tendo isso em vista, o objetivo do trabalho consistiu em analisar a condução da política monetária no Brasil, um país adepto ao RMI, durante a pandemia.

A fim de cumprir com o objetivo do trabalho, primeiro se buscou entender o próprio RMI. O referido regime parte da ideia, advinda dos pressupostos da existência da Curva de Phillips, da racionalidade dos agentes e da criação das expectativas racionais, de que a inflação é o melhor objetivo macroeconômico a ser perseguido. Para tal, utiliza-se a política monetária, que é mais flexível que outras políticas estatais, para gerar efeitos pontuais sobre as variáveis macroeconômicas e controlar a inflação, admitindo-se efeitos adversos de curto prazo para alcançar o objetivo principal no longo prazo. Na prática, isso se traduz no anúncio de metas de inflação pelo governo para os períodos subsequentes ao presente, com o objetivo de promover *accountability* da autoridade monetária, sendo que ela deve ter certa independência do governo, ao mesmo tempo em que fica exclusivamente responsável por perseguir o objetivo de controle da inflação. O manejo da política monetária se dá, então, via taxa de juros, que influencia a economia através dos canais de transmissão da política monetária. Dessa maneira, espera-se que, no RMI, o Banco Central consiga criar sozinho as condições necessárias para o crescimento sustentável da economia, e que ele seja capaz de responder a flutuações na demanda agregada e no nível de preços, de forma a atingir o objetivo principal do RMI.

Olhou-se também para o efeito da pandemia sobre as variáveis macroeconômicas em escala global. Além de aumentos nos índices de desemprego, a pandemia causou uma quebra no ciclo produtivo das empresas, levando ao

desalinhamento das cadeias produtivas. Como consequência, houve, em um primeiro momento, queda nos preços de várias *commodities*, assim como de vários produtos não essenciais, o que colaborou para redução na inflação e até para a existência de deflação, em um dos países analisados, durante o primeiro ano de pandemia. Ao longo desse período, a resposta dos bancos centrais dos referidos países foi a mesma, redução das taxas de juros a fim incentivar a demanda agregada. Já na segunda fase da pandemia, a partir de 2021, as economias passaram a retomar suas atividades, elevando a demanda agregada em um momento, ainda, de desalinhamento das cadeias produtivas, o que levou ao desencontro da demanda e oferta globais de *commodities* e produtos industrializados, e, conseqüentemente, à inflação em todos os países apresentados. Novamente, a resposta das autoridades monetárias foi a mesma, elevação dos juros para combater a inflação. Faz-se a distinção, contudo, entre a política monetária realizada nos países emergentes e nos países desenvolvidos, já que os emergentes possuem peculiaridades, como a suscetibilidade a saída de capitais, e, portanto, a variações violentas no câmbio, que os desenvolvidos não possuem.

A apresentação dos dados dos referidos países e do arcabouço teórico no capítulo acerca do RMI serviu para contextualizar a análise realizada no quarto capítulo, sobre a política monetária no Brasil. Antes, contudo, foram apresentadas ressalvas quanto ao RMI e à potência da política monetária no país, além de se ressaltar as vulnerabilidades dos países emergentes a depreciações no câmbio. A inflação brasileira durante a pandemia também é abordada, e, como argumentam vários autores para os anos anteriores, verifica-se que nos anos da pandemia ela também teve um grande aspecto relacionado a custos, e não à demanda, a qual a política monetária é mais eficiente em combater.

Finalizando o trabalho, então, tem-se a análise da política monetária no Brasil. Averigua-se que mesmo a política monetária não tendo impacto significativo sobre variáveis externas ao país, elas foram algumas das principais preocupações do COPOM quando no tocante à decisão de alteração da taxa de juros. Verifica-se que os membros do comitê também se anteciparam aos desafios que seriam enfrentados, não só pela economia brasileira, mas por outras economias emergentes e desenvolvidas, no período da pandemia e do pós-pandemia. Suas medidas foram tempestivas e acertadas, baixando a taxa de juros em momentos de esfriamento da economia, e a elevando em momentos de pressão inflacionária.

Há de se notar, contudo, que mesmo o BCB promovendo política monetária com tempestividade e acurácia, somente a atuação da política monetária não foi suficiente, nem para atingir o objetivo primário de controle de inflação, nem para promover níveis superiores de emprego ou crescimento, ficando o Brasil com taxas relativamente altas de desemprego durante todo o período da pandemia, enquanto o país ainda experienciou baixo crescimento e inflação de até dois dígitos. Questiona-se, portanto, se delegar à política monetária tantas responsabilidades é algo prudente e eficiente a se fazer, visto que ela deve atingir múltiplos objetivos simultaneamente. O efeito final é que, dadas suas limitações, a política monetária, apesar de bem conduzida, falhou em atingir os objetivos caros ao RMI, assim como outros objetivos macroeconômicos, durante a pandemia do Coronavírus.

Como nota final, cabe a reflexão quanto ao papel da política monetária no Brasil, se ela deve ser a única ferramenta utilizada para promover o crescimento sustentável da economia, bem como para responder a situações excepcionais como a da pandemia. Espera-se, portanto, que a compreensão trazida por este trabalho acerca do RMI e de sua operação, dos efeitos da pandemia sobre diversas economias do mundo, e da política monetária no Brasil tenha não somente colaborado para o entendimento do objeto de pesquisa, mas também avançado a discussão sobre o tema, e que venha a contribuir para a busca de conhecimento de outros interessados nos tópicos abordados.

REFERÊNCIAS

- AKERLOF, G. A. The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 84, n. 3, p. 488–500, 1970.
- ARESTIS, P.; PAULA, L. F.; FERRARI-FILHO, F. 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.
- BARBOZA, R. D. M. Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 35, n. 1, p. 133–155, 2015.
- BARRO, R. J.; GORDON, D. B. A Positive Theory of Monetary Policy in a Natural Rate Model. **Journal of Political Economy**, v. 91, n. 4, p. 589–610, 1983.
- BCB. **Ata da 229ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2020a. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/cronologicos>. Acesso em: 20 set. 2022.
- BCB. **Ata da 230ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2020b. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/cronologicos>. Acesso em: 20 set. 2022.
- BCB. **Ata da 232ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2020c. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/cronologicos>. Acesso em: 20 set. 2022.
- BCB. **Ata da 237ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil**. Brasília, 2021. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/cronologicos>. Acesso em: 20 set. 2022.
- BCB. **Relatório de Inflação Junho 1999**. Brasília, 1999. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/1999/06/ri199906b4p.pdf>. Acesso em: 30 jul. 2022.
- BERNANKE, B. S.; MISHKIN, F. S. Inflation Targeting: A New Framework for Monetary Policy?. **Journal of Economic Perspectives**, v. 11, p. 97–116, 1997.
- BOGDANSKI, J.; TOMBINI, A. A.; WERLANG, S. R. da C. Implementing Inflation Targeting in Brazil. **Working Paper Series**, Brasília, n. 1, p. 1-29, 2000. Disponível em: <http://www.ssrn.com/abstract=247507>. Acesso em: 5 jul. 2022.
- BRASIL. Lei complementar nº 179, de 24 de fevereiro de 2021. Define os objetivos do Banco Central do Brasil e dispõe sobre sua autonomia e sobre a nomeação e a exoneração de seu Presidente e de seus Diretores; e altera artigo da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/LCP/Lcp179.htm. Acesso em: 14 ago. 2022.

BRASIL. Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Dispõe sobre a Política e as Instituições Monetárias, Bancárias e Creditícias, Cria o Conselho Monetário Nacional e dá outras providências. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm. Acesso em: 20 ago. 2022.

CHOWDHURY, P. *et al.* COVID-19 pandemic related supply chain studies: A systematic review. **Transportation Research Part E: Logistics and Transportation Review**, v. 148, p. 1-26, 2021.

DAVIDSON, P. Can, or Should, a Central Bank Inflation Target?. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 28, n. 4, p. 689–703, 2006.

DEBELLE, G.; FISCHER, S. How Independent Should a Central Bank Be?. *In*: FUHRER, J. C. **Goals, Guidelines, and Constraints Facing Monetary Policymakers**. North Falmouth, Massachusetts: Federal Reserve Bank of Boston, p. 195–221, 1994.

FARIAS, D. de P.; de ARAÚJO, F. F. Will COVID-19 affect food supply in distribution centers of Brazilian regions affected by the pandemic?. **Trends in Food Science & Technology**, v. 103, p. 361–366, 2020.

FEIJÓ, C.; ARAÚJO, E. C.; BRESSER-PEREIRA, L. C. Política monetária no Brasil em tempos de pandemia. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 42, n. 1, p. 150–171, 2022.

FRIEDMAN, M. The Role of Monetary Policy. **American Economic Review**, v. 58, n. 1, p. 1–17, 1968.

GUNESSEE, S.; SUBRAMANIAN, N. Ambiguity and its coping mechanisms in supply chains lessons from the Covid-19 pandemic and natural disasters. **International Journal of Operations & Production Management**, v. 40, n. 7/8, p. 1201–1223, 2020.

HICKS, J. R. Mr. Keynes and the “Classics”; A Suggested Interpretation. **Econometrica**, v. 5, n. 2, p. 147–159, 1937.

KEYNES, J. M. **A teoria geral do emprego, do juro e da moeda**. São Paulo: Nova Cultural, 1996.

KYDLAND, F. E.; PRESCOTT, E. C. Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. **Journal of Political Economy**, v. 85, n. 3, p. 473–491, 1977.

MENDONÇA, H. F. de. Mecanismos de transmissão monetária e a determinação da taxa de juros: uma aplicação da regra de Taylor ao caso brasileiro. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 16, p. 65–81, 2001.

MISHKIN, F. S. Can inflation targeting work in emerging market countries. **NBER WORKING PAPER SERIES**, Cambridge, MA, n. 10646, p. 1–34, 2004.

MISHKIN, F. S. Inflation targeting in emerging market countries. **NBER WORKING PAPER SERIES**, Cambridge, MA, n. 7618, p. 1-12, 2000a.

MISHKIN, F. S. International experiences with different monetary policy regimes. **NBER WORKING PAPER SERIES**, Cambridge, MA, n. 6965, p. 1–46, 1999.

MISHKIN, F. S. Symposium on the Monetary Transmission Mechanism. **Journal of Economic Perspectives**, v. 9, n. 4, p. 3–10, 1995.

MISHKIN, F. S. The Household Balance Sheet and the Great Depression. **The Journal of Economic History**, v. 38, n. 4, p. 918–937, 1978.

MISHKIN, F. S. What Should Central Banks Do?. **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**, v. 82, n. 6, p. 1–13, 2000b.

MODENESI, A. de M.; MARTINS, N. M.; MODENESI, R. L. A modified Taylor rule for the Brazilian economy: convention and conservatism in eleven years of inflation targeting (2000-2010). **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 35, n. 3, p. 463–482, 2013.

NASSIF, A.; FEIJÓ, C.; ARAÚJO, E. Macroeconomic policies in Brazil before and after the 2008 global financial crisis: Brazilian policy-makers still trapped in the New Macroeconomic Consensus guidelines. **Cambridge Journal of Economics**, v. 44, n. 4, p. 749–779, 2020.

NEVES, A. L.; OREIRO, J. L. O regime de metas de inflação: uma abordagem teórica. **Ensaios FEE**, Porto Alegre, v. 29, n. 1, p. 101-132, 2008.

PAULA, L. F. de; FRITZ, B.; PRATES, D. M. The metamorphosis of external vulnerability from ‘original sin’ to ‘original sin redux’: Currency hierarchy and financial globalisation in emerging economies. **Texto para discussão**, n. 033, p. 1–34, 2020.

PHILLIPS, A. W. The Relation Between Unemployment and the Rate of Change of Money Wage Rates in the United Kingdom, 1861-1957. **Economica**, v. 25, n. 100, p. 283–299, 1958.

REIS, T. B. Why Are Policy Real Interest Rates So High in Brazil? An Analysis of the Determinants of the Central Bank of Brazil’s Real Interest Rate. **International Journal of Political Economy**, v. 47, n. 2, p. 178–198, 2018.

SICSÚ, J.; DE MELO MODENESI, A.; PIMENTEL, D. Severe recession with inflation: the case of Brazil. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 44, n. 1, p. 89–111, 2021.

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

TAYLOR, J. B. The Monetary Transmission Mechanism: An Empirical Framework. **Journal of Economic Perspectives**, v. 9, n. 4, p. 11–26, 1995.

TESOURO NACIONAL. Ministério da Economia **Relatório Mensal da Dívida Pública Federal—Junho de 2022**. Brasília, 2022. Disponível em: <https://www.tesourotransparente.gov.br/publicacoes/relatorio-mensal-da-divida-rmd/2022/6>. Acesso em: 20 ago. 2022.

TOBIN, J. A General Equilibrium Approach To Monetary Theory. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 1, n. 1, p. 15, 1969.

WEISS, M. A.; SAMPAIO, A. V. A inflação brasileira pós-pandemia e as limitações do regime de metas de inflação: uma abordagem pós keynesiana. *In*: ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, Belo Horizonte, 2022, **Anais[...]**. Belo Horizonte, 2022.