

Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro
Departamento de Economia

Monografia de Final de Curso

**Análise da condução da política monetária brasileira
durante a pandemia da Covid-19**

Bernardo de Araujo Keusen
1711988

Orientadora: Maria Claudia Gutierrez
Rio de Janeiro, Brasil
Julho 2023

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA
DO RIO DE JANEIRO



Bernardo de Araujo Keusen

**Análise da condução da política monetária brasileira
durante a pandemia da Covid-19**

Monografia de Final de Curso

Orientadora: Maria Cláudia Gutierrez

Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando autorizado pelo professor tutor.

Rio de Janeiro, Brasil

Julho de 2023

As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor

Agradecimentos

Aos meus pais, Joyce e Alexandre, e meu irmão, Bruno, pela educação, incentivo e conselhos.

À minha namorada, Victoria, pelo apoio incondicional, carinho e cumplicidade.

Aos meus amigos, por estarem sempre ao meu lado durante a minha trajetória.

À minha orientadora, Maria Claudia, pelo suporte durante o desenvolvimento da monografia e por estimular meu interesse pela disciplina.

Sumário

1. Introdução	6
2. A pandemia da Covid-19.....	8
3. Política Monetária.....	13
3.1. Taxa de Juros	13
3.2. Instrumentos Convencionais de Política Monetária	14
3.3. Instrumentos não Convencionais de Política Monetária	16
4. Atuação na Pandemia da Covid-19.....	19
4.1. Meses que precederam a pandemia.....	19
4.2. A condução da política monetária ao longo de 2020	20
4.3. Aceleração da inflação e reversão do processo de flexibilização da política monetária em 2021	25
4.4. Aperto monetário em 2022.....	29
5. Conclusão	34
6. Referências Bibliográficas.....	36

Lista de Gráficos

Gráfico 1 – Evolução da Taxa SELIC – 2016-2019.....	20
Gráfico 2 - Taxa SELIC anualizada real, variação anual do IPCA e média da taxa SELIC real para períodos escolhidos (%) – 2000-2020	22
Gráfico 3 - Evolução das projeções do BCB e das expectativas Focus para a inflação de 2021	27
Gráfico 4 - Selic real acumulada quatro trimestres à frente.....	30
Gráfico 5 - Inflação em países emergentes em 2022.....	33

1. Introdução

O período entre 2020 e 2023 foi marcado pela pandemia da Covid-19, que trouxe diversos desafios para médicos, governantes e, no que tange o escopo deste trabalho, economistas. O surto do vírus resultou em uma série de medidas de distanciamento social e fechamento de estabelecimentos por iniciativa das autoridades de saúde com o intuito de reduzir a sua propagação. Contudo, as ações necessárias para mitigar os efeitos da pandemia tiveram graves consequências econômicas.

A dinâmica observada durante este período apresenta características de choques de oferta e de demanda. Afinal, quando os indivíduos permanecem em casa, temos a ausência de dois personagens importantes para a economia: o trabalhador e o consumidor. Desta forma, percebemos que o impacto desta restrição se dá tanto nas cadeias de produção como na disposição a consumir.

A partir deste cenário, os governos precisaram criar formas de impedir que a restrição de mobilidade causada pelo vírus destruísse a economia de forma permanente. Assim, tornou-se necessário contar com medidas expansionistas, como programas de transferência de renda, liberação de crédito, entre outros.

A autoridade monetária também cumpre um papel fundamental neste processo. Por meio de seus instrumentos, ela consegue ajustar a quantidade de moeda e liquidez na economia que, por sua vez, influencia a atividade econômica. Sua participação para evitar ou combater crises financeiras é um tópico frequentemente debatido por economistas.

Por exemplo, em 2002, o então membro do Federal Reserve Bank (Fed), Ben Bernanke, durante um evento em homenagem ao economista Milton Friedman, ressaltou a tese do economista de Chicago que culpava o Fed pela magnitude que a Crise de 1929 tomou.

No entanto, em 2008, Ben Bernanke se encontrava na posição de presidente do Fed e, após a crise, foi criticado publicamente pela parceira de tese de Friedman, Anna Schwartz. A economista escreveu um artigo no jornal New York Times, apontando que o Fed não soube interpretar a crise e criticou a escolha do presidente Obama em renovar o cargo de Bernanke na presidência. Assim, observa-se o complexo e rico tópico que é a atuação das autoridades monetárias em crises. (SCHWARTZ, 2009)

O presente trabalho pretende fornecer uma análise sobre a atuação do Banco Central do Brasil durante o período da pandemia da Covid-19. Como veremos ao longo do trabalho, o risco de crises financeiras exige uma atenção diferenciada por parte da autoridade monetária que a permite utilizar instrumentos não convencionais. Além disso, a análise não se limita apenas às suas medidas oficiais, mas também sua forma de se comunicar com os agentes da economia e suas projeções ao longo deste período.

Em primeiro lugar, introduzimos o contexto da pandemia da Covid-19 no que tange sua origem, seus impactos no mundo e as respostas que os governos apresentaram, sem entrar em detalhes acerca dos feitos das autoridades monetárias. Em seguida, busca-se explicar o funcionamento da política monetária por meio de seus instrumentos. Por fim, realiza-se a análise da condução da política monetária brasileira durante o período entre 2020 e 2022.

2. A pandemia da Covid-19

Em janeiro de 2020, a Organização Mundial da Saúde (OMS) decretou o surto de um vírus, o novo coronavírus, como uma Emergência de Saúde Pública de Importância Internacional, o que não era feito desde 2018, com o surto de ebola na República do Congo. Este anúncio ocorreu um mês depois do escritório da OMS na China ter sido informado de uma série de casos de uma pneumonia de causa desconhecida, com sintomas incluindo falta de ar e febre, em uma cidade de Wuhan. Em março do mesmo ano, após mais de 118 mil casos em 114 países e 4 mil mortes, a OMS atualizou o status da situação sanitária internacional para uma pandemia da doença do coronavírus. (CDC, 2023).

No dia 3 de fevereiro, o governo dos Estados Unidos da América (EUA) estabeleceu regras de quarentena obrigatória para passageiros que estiveram na China nas semanas anteriores. Dentro de um mês, o governo americano estabeleceu novas regras referentes ao trânsito para diversos países europeus. Observamos, então, um movimento dos governos em focar seus esforços na prevenção da contaminação, o que incluiu fechamento de fronteiras, *lockdowns* e teve como consequência um forte impacto no nível de atividade econômica.

Em abril de 2020, um mês depois da OMS classificar a situação sanitária como uma pandemia, já era esperado que o vírus traria um enorme impacto econômico. O Fundo Monetário Internacional projetou que esta seria a pior recessão desde a Grande Recessão de 2008-2009. Segundo a estimativa, o crescimento global em 2020 seria de -3%, assumindo que o impacto da pandemia seria mitigado na segunda metade do ano. Além disso, esperava-se que o crescimento global em 2021 seria de 5,8%, resultando em uma perda total em torno de US\$ 9 trilhões para a economia mundial. (GOPINATH, 2020)

Um fator agravante que fez com que o vírus tivesse tamanho impacto econômico foram os *lockdowns*, medida que consiste no bloqueio de deslocamentos e viagens não essenciais. Para evitar que o vírus se espalhasse, a maioria dos governos estabeleceu tais medidas, que limitava a mobilidade dos indivíduos. Com isso, esse brutal choque de demanda negativo gerou uma forte contração econômica, principalmente naqueles setores dependentes de grandes grupos em aglomerações, como restaurantes, bares, ou empresas de setores relacionadas a viagens, como as companhias aéreas.

Estima-se que, em abril de 2020, 3.9 bilhões de pessoas no mundo estavam sob alguma forma de *lockdown* (FAHEY, 2020). Países lidaram com esta decisão de diferentes formas, tornando o espectro deste tipo de medida muito abrangente. Na China, o isolamento começou em janeiro de 2020, dado que a proliferação do vírus em massa no país ocorreu antes do que no resto do mundo, e terminou em abril. Além disso, as medidas do governo chinês foram mais rígidas do que o observado no resto do mundo ao longo da pandemia.

Do outro lado, observamos também a política adotada pelo governo sueco, que, em um primeiro momento, se limitou a restringir apenas grandes aglomerações e viagens. Esta estratégia se baseava em um conceito conhecido como *herd immunity*, que consiste, segundo a OMS, na proteção indireta de uma doença infecciosa quando uma população é imune, seja por vacinação ou por contaminação prévia. Neste caso, esperava-se que a população sueca conseguiria obter esta proteção indireta quando boa parte de sua população contraísse o vírus.

O principal objetivo dos *lockdowns* era proporcionar mais tempo aos cientistas para que pudessem criar uma vacina capaz de reduzir a contaminação e as mortes pelo vírus. Slogans como “Fique em casa” ou “Achate a curva” fizeram parte da tentativa de manter os indivíduos isolados. No entanto, esta estratégia não foi consenso entre a população.

O então presidente Jair Bolsonaro tornou públicas suas críticas ao isolamento e à prevenção contra o vírus, como o uso de máscaras. Segundo o ex-presidente, o isolamento social era o “caminho para o fracasso” para a economia brasileira. Considerando sua fiel base política, esse discurso se propagou por parte da população, criando desconfiança acerca das recomendações das autoridades sanitárias e, posteriormente, vacinas. (MAIA, 2020)

A determinação de quarentenas no país envolveu o Supremo Tribunal Federal (STF) por conta das disputas entre o governo federal, estaduais e municipais acerca da competência de determinação acerca do assunto. Os ministros do STF decidiram que caberia aos prefeitos e governadores regulamentarem a situação em seus respectivos territórios, enquanto o governo federal deveria interferir apenas em serviços e atividades de interesse nacional. Posteriormente, Jair Bolsonaro criticou esta decisão e alegou que o Supremo não permitiu que o governo federal atuasse contra a pandemia, ainda que a Corte tenha reiterado que sua decisão não tirasse poderes, mas sim estabelecesse que as diferentes esferas do Poder Executivo deveriam atuar de forma conjunta no combate ao vírus. (SOARES, 2022)

Os mercados financeiros brasileiros naturalmente seguiram o fluxo de pessimismo vindo do exterior antes da crise sanitária se instalar pelo país de forma severa. O mercado acionário Ibovespa apresentou sucessivas quedas bruscas no mês de março, chegando a acionar diversos *circuit breakers*, um mecanismo que interrompe as negociações de compras e vendas de ativos quando o preço das ações cai rapidamente, antes mesmo da primeira morte pelo vírus ter sido notificada no país. O índice Bovespa, principal indicador de desempenho das ações brasileiras, apresentou queda acumulada de -32,13% considerando os últimos 12 meses até março e uma queda de -44,08% quando comparado ao mês anterior, segundo dados da B3. (LEMOS, 2020)

Da mesma forma, outros indicadores econômicos também foram afetados rapidamente pela pandemia. Observamos, por exemplo, o fenômeno *flight to quality*, que consiste na alocação de capital em ativos mais seguros em momentos de crise. Esta movimentação pode ocorrer entre diferentes classes de ativos, como a venda de ações para investimento em títulos do tesouro, mas também ocorre entre títulos governamentais de países diferentes.

Isso se deve pelo fato de que os países possuem diferentes probabilidades de *default*¹ perante o mercado e, por isso, investidores buscam equilibrar a relação entre risco e retorno de suas carteiras. Em um momento de incerteza como a crise da Covid-19, a aversão ao risco dos investidores aumenta e as perspectivas fiscais dos governos se deterioram.

Com isso, países emergentes como o Brasil apresentam uma grande saída de capital estrangeiro, o que resulta na desvalorização de suas moedas. Segundo estatísticas divulgadas pelo Banco Central, o saldo líquido entre janeiro e agosto de 2020 foi negativo em US\$ 28,3 bilhões, quando se considera o investimento em portfólio. Por consequência, o real sofreu uma desvalorização de 22,5% perante o dólar no mesmo período.

Assim, a restrição de mobilidade observada no período e os impactos macroeconômicos apresentaram um novo desafio à economia mundial: prover estímulo de demanda, oferta, liquidez enquanto cuida da contaminação de um vírus. No caso brasileiro, especificamente, a economia vinha se recuperando da recessão econômica de 2015-16 e teve que mudar o rumo da política fiscal e monetária a partir desse choque.

¹ Default é o termo que se refere ao não pagamento da dívida pública.

No primeiro momento, os governos responderam com programas de transferência social com o intuito de amparar aqueles que perderam seus empregos por conta da pandemia e reverter o choque de demanda negativo causado pela crise. Segundo o FMI, até julho de 2020, os governos gastaram cerca de US\$ 11 trilhões em políticas fiscais para combater a pandemia. Em março de 2020, o governo americano realizou um programa chamado *Coronavirus Aid, Relief, and Economic Security* (CARES), que incluía distribuição de dinheiro para famílias em necessidade, expansão de benefícios para desempregados e perdão de dívidas de pequenos negócios. Este programa custou US\$ 2,2 trilhões aos cofres públicos americanos. (GASPAR e GOPINATH, 2020).

No Brasil, o governo alocou mais de R\$ 600 bilhões, segundo dados do Tribunal de Contas da União (TCU), ao combate à pandemia, incluindo seu programa de transferência de renda temporário chamado Auxílio Emergencial. Como analisaremos em maior profundidade posteriormente, esta política foi renovada até o fim de 2021, o que remete à famosa frase do economista Milton Friedman, ao dizer que nada é tão permanente como um programa temporário do governo (FRIEDMAN, 1984, p. 115, tradução nossa)².

A pandemia foi um período que exigiu dos agentes econômicos rápida adaptação aos obstáculos e às novas tendências. Por exemplo, algumas cervejarias passaram a produzir álcool em gel, empresas de roupas produziram máscaras e empresas de papel produziram papel higiênico, tanto para realizar doações aos necessitados como para vender, dado que a demanda pelos seus produtos originais despencou. Além disso, as empresas adaptaram seu modo de trabalho para o *home office*³ por conta das restrições de mobilidade impostas.

Esta modalidade de trabalho foi fundamental para manter um bom nível de produtividade enquanto o mundo passava por uma profunda recessão. As estimativas de Angelucci et al. (2020) mostram que, entre março e julho de 2020, apenas 8% dos trabalhadores cujo trabalho se tornou remoto perderam seus empregos nos Estados Unidos, comparado ao dado de 24% dos trabalhadores não remotos no mesmo período. Consequentemente, o risco de trabalhadores

² No original: Nothing is so permanent as a temporary government program.

³ Home Office: Trabalho remoto

presenciais contrair a doença foi significativamente maior. Portanto, a possibilidade de transicionar para o trabalho remoto foi de suma importância para a saúde mundial.

Outra modalidade econômica reforçada durante a pandemia foi o trabalho informal por meio de aplicativos, como o serviço de entregas, que foi fundamental para que o setor de restaurantes conseguisse manter suas atividades. No entanto, esta forma de trabalho se diferencia especialmente em momentos de crise, tanto pela sua maior fragilidade jurídica quanto pela menor quantidade de barreiras, facilitando a transição para estes tipos de emprego.

A evidência encontrada por Gomes, Diego, Iachan, Felipe e Santos, Cezar (2020), a partir dos dados da recessão brasileira de 15-16, nos mostra que empregos informais apresentaram maior nível de desemprego durante a crise e que trabalhadores formais apresentaram probabilidade três vezes maior de declarar que está em um emprego informal do que desempregado no ano seguinte. Esta analogia também pode ser traçada ao analisar empregos de alta e baixa qualificação, dado que empregos de alta qualificação são mais resilientes em momentos de crise, enquanto boa parte do aumento do desemprego vem dos empregos de baixa qualificação, como mostram Jaimovich, Nir e Siu, Henry E. (2020).

Em meio à tanta incerteza, todas as esferas públicas e privadas precisaram se reinventar e lidar com as adversidades. O foco do presente trabalho é analisar como a condução da política monetária se adaptou a este período. O passo fundamental para a normalização e redução de casos da doença foi o desenvolvimento das vacinas. A primeira vacinação ocorreu em dezembro de 2020, no Reino Unido. Em janeiro de 2021, a primeira brasileira foi vacinada em São Paulo, após aprovação emergencial pela Anvisa. A partir deste marco, observamos maior controle do vírus e redução de casos graves. As vacinas não apenas salvaram milhares de vidas, mas também permitiram a reabertura da economia e a volta à normalidade.

3. Política Monetária

Neste capítulo trataremos de discorrer sobre o que consiste a política monetária, bem como explicar os diferentes instrumentos e seus efeitos na economia. O Banco Central é o órgão responsável pela condução da política monetária em respectivo país ou região e suas responsabilidades variam de acordo com o local. No Brasil, a missão institucional do Banco Central é “Garantir a estabilidade do poder de compra da moeda, zelar por um sistema financeiro sólido, eficiente e competitivo, e fomentar o bem-estar econômico da sociedade.” Analisaremos como a autoridade monetária busca este objetivo.

3.1. Taxa de Juros

Em primeiro lugar, não é possível falar sobre a atuação da autoridade monetária sem explicar o funcionamento da taxa de juros, uma vez que este é o instrumento que possibilita a condução da política monetária. Tecnicamente, esta taxa representa o custo efetivo médio das operações de crédito entre agentes da economia. No entanto, segundo Eduardo Gianetti:

Limitar a categoria juro a “pagamento devidos por empréstimos em dinheiro” seria como reduzir a classe dos gols no futebol àqueles que forem marcados de bola parada: uma compreensão parcial e obtusa que não faz justiça à variedade, riqueza e fascínio do fenômeno. (Gianetti, 2005, p. 77).

Por meio de seus diversos canais de transmissão, a determinação da taxa básica de juros pelo Banco Central afeta diretamente outros indicadores econômicos, como investimento, consumo, crédito, câmbio e, por isso, sua importância vai além de seu conceito técnico. Sua definição exige uma enorme diligência e transparência por parte da autoridade monetária, dado que afeta toda população brasileira.

De forma mais abstrata, podemos enxergar os juros como os termos de troca entre o presente e o futuro, conforme a observação de Gustavo Franco (2021). Irving Fischer (1930) define a taxa de juros como o grau de impaciência da sociedade. Dessa forma, baixas taxas de juros caracterizam uma sociedade impaciente, que supervaloriza o presente em detrimento das gerações futuras ou da sua própria geração em outro estado da natureza. Fischer cita o exemplo de um

produtor rural que, durante o inverno, compra uma caixa de morangos em troca da promessa de duas caixas de morangos durante o verão. Esta diferença representa a sua preferência temporal.

Sua implicação para a política monetária é que, a depender do seu valor, estimula ou desestimula estas trocas, afetando a variação do nível de preços. Por isso, a taxa de juros é o instrumento utilizado pela autoridade monetária para auxiliar a economia a alcançar o nível de inflação desejado. Em linhas gerais, quando a economia apresenta um nível de inflação acima do desejado, o Banco Central eleva esta taxa, aumentando o preço de reter dinheiro e incentivando os indivíduos a deterem títulos, o que reduz a demanda por moeda e reduz a inflação.

3.2. Instrumentos Convencionais de Política Monetária

Os instrumentos convencionais e tradicionais de Política Monetária são aqueles utilizados normalmente pela autoridade monetária: operações de Mercado Aberto, taxa de redesconto e reservas bancárias. Recentemente, também podemos classificar a remuneração dos depósitos voluntários dos bancos comerciais no Banco Central como um destes instrumentos convencionais, já que essa prática se tornou disseminada entre os principais bancos centrais do mundo (BCE, Fed, BoE, BCB, dentre outros).

As operações de Mercado Aberto, também conhecidas como operações de *Open Market*, são o meio pelo qual o Banco Central compra e vende títulos com o intuito de expandir ou contrair a oferta de reservas e, conseqüentemente, deslocar a taxa de juros. Ao comprar títulos, o BC aumenta a oferta de reservas no mercado e, portanto, reduz a taxa de juros. Quando o BC opta por vender títulos, haverá uma contração na oferta de reservas no mercado, o que aumenta a taxa de juros.

O impacto desta dinâmica na taxa de juros depende do tipo de operação que a autoridade monetária realizou. Quando realizam operações compromissadas⁴, o efeito que elas têm sobre o mercado de reservas será temporário e, por isso, a variável afetada será a taxa de juros de curto prazo. Enquanto isso, caso as operações sejam definitivas, seus efeitos serão definitivos.

⁴ Operações Compromissadas são aquelas em que o banco assume a responsabilidade de realizar a operação contrária à do início da operação. Dessa forma, quando o Banco Central compra um título por meio de uma Operação Compromissada, ele garante o compromisso de revenda no futuro próximo.

Em 2021, um novo instrumento de política monetária foi regulado no Brasil, por meio da Lei nº 14.185, de 14 de julho de 2021, os depósitos voluntários remunerados, um mecanismo já utilizado por Bancos Centrais como o Fed, Banco da Inglaterra e Banco Central Europeu. Eles funcionam de forma similar às operações compromissadas em relação à sua curta duração.

Neste caso, as instituições financeiras podem depositar seus recursos no Banco Central em troca de uma remuneração, que será definida pela autoridade monetária de acordo com o objetivo da política monetária. Estes depósitos, diferentemente das operações compromissadas, não são contabilizados na dívida pública.

A regulação sobre as reservas bancárias são outro meio pelo qual o Banco Central afeta a oferta de moeda na economia. A regulação do sistema bancário estipula que parte dos depósitos feitos pelos indivíduos deve permanecer em caixa, enquanto o restante pode ser utilizado para empréstimos. Quanto mais dinheiro é emprestado a terceiros, maior será a oferta de moeda na economia, dado que o mesmo dinheiro está disponível para aquele que depositou e para aquele que pegou emprestado. Por conta disso, também classificamos os Bancos Comerciais como parte do Sistema Financeiro Monetário, dado que eles têm capacidade de manipular os meios de pagamento. O Banco Central, ao determinar a proporção exigida de depósitos em caixa pelos bancos, impõe limite ao crescimento da oferta monetária na economia.

Por fim, a taxa de redesconto é o instrumento pelo qual o Banco Central cumpre o seu papel de prestador de última instância para as instituições financeiras. Esta função foi a motivação principal por trás da origem dos Bancos Centrais, como pontua Armínio Fraga: “A origem dos bancos centrais não foi para fazer política monetária. Começaram no século XIX, numa época de padrão-ouro ou algum metal, e nasceram para serem emprestadores de última instância”. (VASQUEZ, 2021).

Este mecanismo consiste na definição de uma taxa de juros a ser cobrada pelo BC às instituições financeiras que necessitam de empréstimos. Quando o Banco Central deseja reduzir o volume de empréstimos, aumenta a taxa de redesconto, o que reduz a base monetária. Da mesma forma, quando deseja emprestar mais, reduz a taxa e, conseqüentemente, aumenta a base monetária.

No entanto, este empréstimo ocorre com maior frequência em momentos de crise, seja sistêmica ou quando um banco apresenta algum problema de liquidez. Assim, quando um banco está sofrendo com escassez de liquidez ou de recursos necessários para pagar seus clientes e o restante do mercado acredita ser um risco muito alto para realizar este empréstimo, a autoridade monetária fornece os recursos necessários.

Este instrumento é de suma importância para o controle da oferta de moeda na economia, pois diminui a chance que pânico financeiros e corridas bancárias ocorram. Além disso, acredita-se que a corrida bancária em um banco gera desconfiança na população de tal forma que incentiva corridas bancárias até mesmo em bancos saudáveis no ponto de vista de liquidez, transformando o problema de um banco em um problema sistêmico.

3.3. Instrumentos não Convencionais de Política Monetária

Para compreender quando estes instrumentos são utilizados, devemos primeiro entender o que ocorre na situação de *Zero Lower Bound* (ZLB). Este fenômeno ocorre quando a autoridade monetária precisa reduzir sua taxa de juros ao seu nível mínimo, ou seja, quando a taxa de juros nominal é igual a zero.

Segundo a teoria econômica, quando o produto da economia está abaixo do seu produto potencial, haverá deflação na economia. Para impedir que isto ocorra, o Banco Central reduz a taxa de juros para estimular a economia e fazer com que o produto de equilíbrio esteja pelo menos igual ao produto potencial. Como vimos pelos instrumentos convencionais, a autoridade monetária precisa abaixar a taxa de juros para aumentar a oferta de moeda e estimular a economia.

Em momentos de crise econômica, a autoridade monetária tenta mitigar a queda do produto com redução na taxa de juros, por vezes a levando ao seu nível mínimo. Caso este nível mínimo não seja suficiente para que o produto de equilíbrio seja pelo menos igual ao produto potencial, observaremos um cenário de deflação. Com isso, bem como podemos observar na equação (1), chamada de equação de Fischer, que representa o cálculo da taxa de juros, a deflação esperada faz com que a taxa de juros real aumente, quando a taxa de juros nominal está fixada.

$$(1) \ i = i_r + \pi^e$$

A elevação da taxa de juros real faz com que o produto de equilíbrio caia a um nível mais baixo do que o observado inicialmente. Com isso, a economia entra em uma espiral deflacionária, dado que este novo hiato do produto negativo causará mais deflação, o que causará elevação na taxa de juros real novamente. Por isso, surge a necessidade de novos instrumentos para a política monetária.

Como sua nomenclatura sugere, os instrumentos não convencionais de Política Monetária são aqueles que não são usualmente utilizados pela autoridade monetária. Como vimos, estes instrumentos são utilizados quando os instrumentos convencionais não são suficientes para alcançar os objetivos desejados. Bernanke, Reinhart e Sack, em 2004, separaram 3 estratégias que o Banco Central pode seguir em momentos em que a política monetária convencional está esgotada:

“(1) utilizando políticas de comunicação para influenciar as expectativas do público acerca da trajetória futura da taxa de juros; (2) aumentando o tamanho do balanço do Banco Central; e (3) alterando a composição do balanço do Banco Central.” (BERNANKE, REINHART; SACK, 2004, p.3, tradução nossa)

A primeira estratégia também é conhecida como *Forward Guidance*. Ela consiste no comprometimento da autoridade monetária perante o mercado acerca da condução da política monetária. Dessa forma, espera-se que, por meio da confiança no Banco Central, as expectativas do mercado podem se alinhar ao prometido.

Em momentos que a economia se encontra na situação de ZLB, em que a taxa de juros de curto prazo se encontra em seu limite mínimo, o BC se compromete em manter a taxa de juros baixa por longo período. Dessa forma, caso o mercado tenha confiança, irá ajustar suas expectativas de acordo e reduzir as taxas de juros de longo prazo.

A estratégia de aumento do tamanho do balanço do Banco Central também é conhecida como *Quantitative Easing*. Esse mecanismo consiste na compra de títulos públicos e privados pela autoridade monetária com o intuito de aumentar a Base Monetária, o que aumenta a liquidez e melhora o funcionamento dos mercados interbancários. Com isso, as taxas de juros são pressionadas para baixo e os investidores buscam outros ativos que não sejam os títulos públicos.

Este instrumento, no entanto, não está isento de críticas. Frederic S. Mishkin pontua argumentos contra a utilização deste método. O primeiro argumento é o fato de que a expansão do balanço do Fed não resultou em um grande aumento na oferta de moeda. Os dados da autoridade monetária americana mostram que, entre o período de 2007 e 2017, a base monetária cresceu 350%, enquanto a oferta de moeda cresceu apenas 150%.

Como o Fed já utilizava o mecanismo de depósitos remunerados, os bancos optaram por manter o excesso de reservas em contas remuneradas, ao invés de emprestar. Além disso, outro argumento era o fato de que, em momentos de ZLB, não é possível reduzir ainda mais os juros de curto prazo. Desta forma, não seria possível estimular mais a economia. (MISHKIN, 2019).

Por fim, o terceiro método citado por Ben Bernanke foi a alteração da composição do balanço do Banco Central, também conhecido como *Credit Easing*. Ele se dá por meio da facilitamento de crédito e aquisição de ativos privados com o intuito de melhorar o funcionamento do canal de crédito, reduzindo as taxas de juros privadas.

Ao comprar ativos privados, o Banco Central busca, por meio da redução da oferta, elevar a demanda por estes ativos, o que resulta em menores taxas de juros. Além disso, ao facilitar o crédito, a autoridade monetária pode mitigar os efeitos da contração do crédito em setores da economia. Ao retomarem um canal de crédito mais barato, o setor pode retomar a alocação de capital, o que estimula a economia.

4. Atuação na Pandemia da Covid-19

4.1. Meses que precederam a pandemia

O período que precede a pandemia foi marcado por uma mudança no panorama político brasileiro. Em 2018, Jair Bolsonaro foi eleito presidente da República, tornando-se o primeiro político desde Fernando Henrique Cardoso, em 1998, a vencer as eleições presidenciais do Brasil sem estar filiado ao Partido dos Trabalhadores (PT).

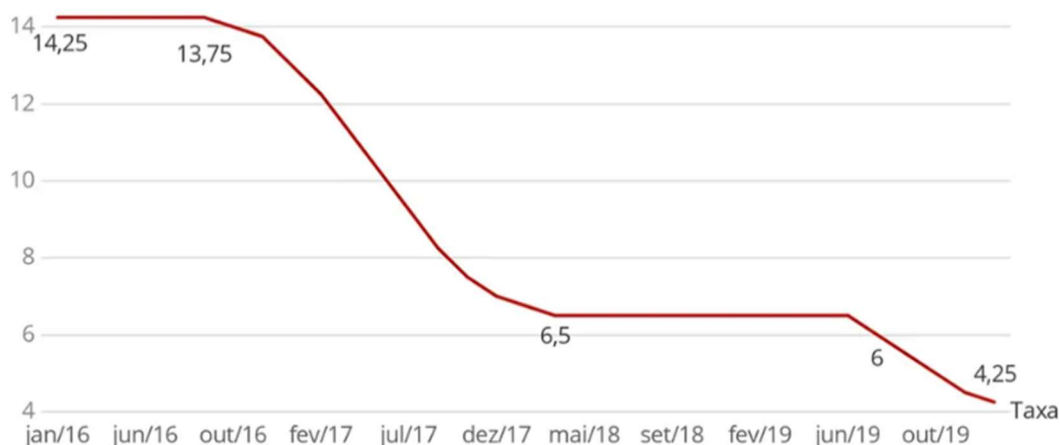
Ao assumir a presidência, em 2019, o então presidente Jair Bolsonaro indicou Roberto Campos Neto para a presidência do BCB. A herança deixada por Ilan Goldfajn permitiu que o novo presidente conseguisse seguir com a política de taxa de juros a um patamar baixo sem que isso resultasse em um aumento desenfreado da inflação.

Quando assumiu a presidência do Banco Central, em 2016, Ilan Goldfajn teve a missão de ancorar as expectativas para a meta de inflação, que se apresentavam desancoradas por conta da política monetária adotada no mandato anterior. Em conjunto às medidas fiscais como a PEC 55/2016, que criou o Teto de Gastos, a nova direção tomada pela autoridade monetária possibilitou o recuo das expectativas de inflação e redução gradual da taxa de juros.

Este trabalho permitiu que, em fevereiro de 2019, Roberto Campos Neto assumisse o BCB em um cenário estável, com inflação de 3,89% e taxa de juros a 6,50%, como podemos observar no Gráfico 1. Com um cenário de inflação abaixo da meta, isso permitiu que o Banco Central mantivesse a taxa de juros em caráter expansionista. Ao longo de 2019, a autoridade monetária realizou sucessivas reduções da taxa Selic, que se encontrava em 4,25% quando a OMS atualizou o status da situação sanitária para uma pandemia em março de 2020.

Como argumenta Gustavo Franco (2021), os efeitos econômicos da crise seriam muito piores se não tivéssemos entrado nesta crise com taxas de juros baixas. O patamar de juros baixos possibilitou a retomada da economia após a crise econômica de 2014, logo, o cenário econômico em 2020 era mais resiliente a crises. Portanto, concluímos que o trabalho feito pelo BCB no período entre 2016 e 2018 de ancorar as expectativas de inflação foi fundamental para o enfrentamento da crise econômica causada pela pandemia.

Gráfico 1 – Evolução da Taxa SELIC – 2016-2019



Fonte: Globo (2020)

4.2. A condução da política monetária ao longo de 2020

A ata da 228ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil, de 4 a 5 de fevereiro de 2020, foi o primeiro momento em que a autoridade monetária cita o assunto do coronavírus:

“O Comitê discutiu os efeitos do coronavírus sobre a economia global. O eventual prolongamento ou intensificação do surto implicaria uma desaceleração adicional do crescimento global, com impactos sobre os preços das commodities e de importantes ativos financeiros. O Copom concluiu que a consequência desses efeitos para a condução da política monetária dependerá da magnitude relativa da desaceleração da economia global versus a reação dos ativos financeiros” (BCB, 2020, p.4)

O grau de preocupação no comentário, olhando em retrospectiva, parece subestimar o poder do vírus, mas, à época, condiz com as informações que tínhamos. Desde então, tornou-se inviável pensar em decisões de política monetária sem considerar o cenário sanitário.

A pandemia trouxe consigo aspectos de choques de demanda e choques de oferta, dificultando o trabalho dos formuladores de política pública. Segundo a classificação de Brinca, Duarte e Faria-e-Castro (2020), choque de oferta é aquele que reduz a capacidade da economia de produzir bens e serviços a um determinado preço. Enquanto isso, choque de demanda é aquele que

reduz a habilidade ou vontade dos consumidores de comprar bens e serviços a um determinado preço.

O Relatório de Inflação do BCB, de junho de 2020, levanta alguns dados que exemplificam estes choques. Do lado da oferta, no primeiro trimestre de 2020, observamos quedas no setor da indústria (-1,4%) e em serviços (-1,6%). Pela ótica da demanda, o consumo das famílias caiu 2,0% no trimestre, interrompendo a sequência de doze trimestres de crescimento do consumo.

O instrumental tradicional de política monetária nos prescreve que taxas de juros mais baixas estimulam a oferta e a demanda, pois, ao tornar o custo de empréstimo mais barato, a autoridade monetária gera um incentivo à investimentos por parte das empresas. Além disso, baixas taxas de juros reduzem o custo de oportunidade para a população de deixar o dinheiro rendendo em aplicações financeiras, aumentando o incentivo para o consumo.

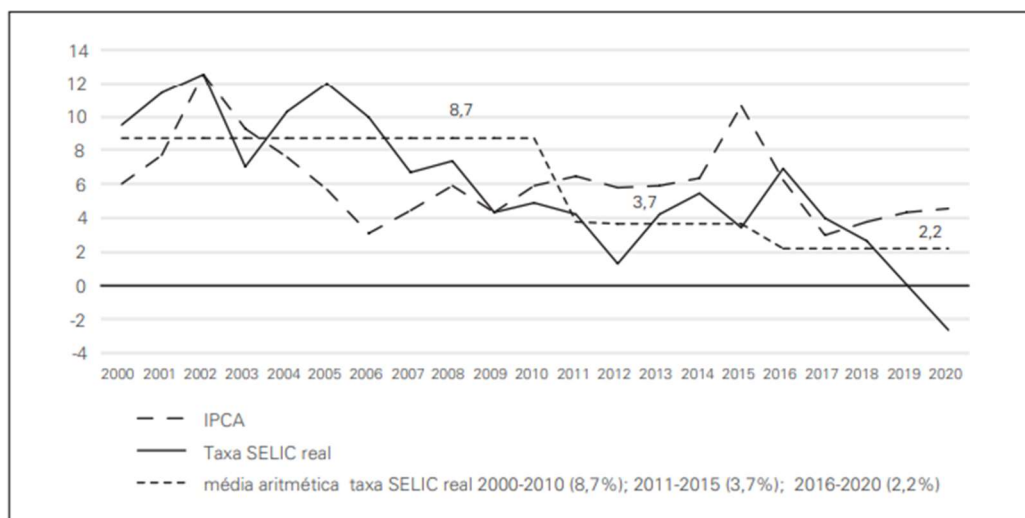
Outra justificativa para uma redução na taxa de juros é a redução no custo da dívida pública, que é fundamental para permitir o aumento de gastos fiscais para mitigar os efeitos da pandemia. No entanto, como argumenta Márcio Garcia (2020), caso o aumento desses gastos colocasse a dívida pública em uma trajetória insustentável, é possível que os investidores demandassem maior prêmio de risco.

Neste cenário de pandemia, o BCB teria uma escolha difícil. Ao manter o nível da taxa de juros, ele arrisca que o país possivelmente sofra fuga de capitais. Enquanto isso, ao elevar a taxa de juros, o Banco Central causaria contração em uma economia que já se encontrava estagnada desde meados dos anos 2010.

A autoridade monetária optou por reduzir a taxa de juros, resultando em 4 reduções sucessivas até que, em agosto de 2020, o Copom reduziu a taxa Selic ao seu nível mais baixo desde o início da série história: 2,00% ao ano.

Como podemos observar no Gráfico 2, a taxa Selic real se encontrava em um movimento de queda desde 2016. Em meados de 2017, a política monetária passou para o patamar expansionista e, em 2020, com o cenário de pandemia, passamos a um estímulo monetário extraordinariamente elevado.

Gráfico 2 - Taxa SELIC anualizada real, variação anual do IPCA e média da taxa SELIC real para períodos escolhidos (%) – 2000-2020



Fonte: Feijó et al. (2022, p.161), IBGE e BCB (série 4189 descontada a inflação- IPCA)

Esta redução se espelha no receituário seguido pelos bancos centrais à época de buscar uma forte expansão monetária com o intuito de responder ao caráter recessivo e desinflacionário associado à Crise da Covid-19 em sua etapa inicial. A meta para a taxa básica de juros determinada pelo Fed, por exemplo, foi reduzida da faixa de 1,5% a 1,75% em fevereiro de 2020 para o patamar de 0% a 0,25% em março de 2020.

Ao tomar a decisão, o BCB sinalizou sua intenção de manter o estímulo monetário durante o horizonte relevante. Dessa forma, sua intenção foi de praticar o *forward guidance*, um instrumento não convencional de política monetária que abordamos com maior profundidade no capítulo 3. Esta sinalização se deu por meio da Ata da 232ª Reunião do Copom:

“[...] o Copom não antevê reduções no grau de estímulo monetário, a menos que as expectativas de inflação, assim como as projeções de inflação de seu cenário básico, estejam suficientemente próximas da meta de inflação para o horizonte relevante de política monetária, que atualmente inclui o ano-calendário de 2021 e, em grau menor, o de 2022.” (BCB, 2020, p.5)

O Copom respeitou o *forward guidance* pelo resto do ano de 2020, mantendo a taxa básica de juros em 2,0%. Ao final do ano, por meio da Ata da 235ª Reunião do Copom, comunicou a

possibilidade de que as condições estariam próximas de estarem satisfeitas e que, por conta disso, estaríamos próximos do fim do *forward guidance*:

“A manutenção desse cenário de convergência da inflação sugere que, em breve, as condições para a manutenção do forward guidance podem não mais ser satisfeitas, o que não implica mecanicamente uma elevação da taxa de juros pois a conjuntura econômica continua a prescrever estímulo extraordinariamente elevado frente às incertezas quanto à evolução da atividade. No cenário de retirada do forward guidance, a condução da política monetária seguirá o receituário do regime de metas para a inflação, baseado na análise da inflação prospectiva e de seu balanço de riscos.” (BCB, 2020, p.5)

Sabemos que, além de assegurar a estabilidade do poder de compra da moeda, o BCB também tem como missão assegurar que o sistema financeiro seja sólido e eficiente. Dessa forma, a atuação do Banco Central não se limitou à definição da taxa de juros.

A partir de março, a autoridade monetária realizou um conjunto de medidas com esse intuito. Segundo o Tribunal de Contas da União, órgão responsável pela auditoria da atuação do Banco Central do Brasil, foram realizadas cerca de quarenta medidas para preservação da funcionalidade dos mercados financeiros. (TCU, 2021)

Em primeiro lugar, o BCB lançou um conjunto de medidas que somaram R\$ 1,2 trilhão de injeção de liquidez na economia, com o objetivo de garantir que as instituições financeiras tivessem recursos para atender às demandas do mercado. Entre estas medidas, tivemos a redução da alíquota para os depósitos compulsórios, empréstimos com equivalência em títulos de dívida pública e um novo depósito a prazo com garantias especiais.

Além disso, o Banco Central apresentou algumas medidas de liberação de capital que somavam um potencial de expansão no volume de crédito na magnitude de R\$ 1,16 trilhão, segundo o próprio BCB. Entre elas, tivemos *overhedge* de investimentos em participação no exterior e redução do Adicional de conservação de capital principal (ACCP).

Cabe comentar, ainda, sobre a PEC 10/2020, conhecida como “PEC do Orçamento de Guerra”, que deu uma série de permissões para a atuação do BCB. Esta Emenda permitiu que a autoridade monetária realizasse compra de títulos públicos e privados, o que era vedado pela

Constituição. O intuito desta medida era permitir formas adicionais para o BCB garantir liquidez e reduzir as taxas de juros, através do que conhecemos por *Quantitative Easing*. Além disso, também autorizou que o Banco Central recebesse depósitos voluntários à vista ou a prazo das instituições financeiras.

Para avaliar a atuação do Banco Central do Brasil neste período, podemos lembrar do receituário de Francisco L. Lopes (2009) para a Grande Recessão de 2008:

“[...] a razão por que podemos evitar desastres como os dos anos 1930 é que, conhecendo aquela experiência, sabemos agora o que deveria ter sido feito: estancar a propagação da crise bancária o mais rápido possível (para evitar 1929-32) e adicionar políticas monetárias e fiscais expansionistas (para evitar 1937-38). Isto é, exatamente, o que o governo americano, tanto com Bush como Obama, está tentando fazer.” (LOPES, 2009, p.20)

Dessa forma, podemos observar que o BCB, em 2020, seguiu de forma adequada a cartilha. A propagação da crise bancária foi estancada por meio das medidas de injeção de liquidez e de liberação de capital.

Além disso, no que tange às políticas fiscais e monetárias, a autoridade monetária, assim como o governo, foi rápida em anunciar políticas expansionistas. Como vimos anteriormente, do lado da política monetária, o BCB realizou uma série de medidas expansionistas, como a redução da taxa de juros. Do lado da política fiscal, o governo também priorizou políticas expansionistas, gastando mais de R\$ 600 bilhões ao combate à pandemia, incluindo o Auxílio Emergencial.⁵

O Brasil teve destaque quanto ao seu combate à pandemia em relação à política monetária. A revista britânica *The Banker*, elegeu o presidente do BCB, Roberto Campos Neto, como o presidente de Banco Central do ano em janeiro de 2021. Foi a segunda vez que um brasileiro conquistou este prêmio, sendo que o primeiro foi Ilan Goldfajn, cujo feito destacamos anteriormente.

⁵ Dados do Tribunal de Contas da União (TCU)

4.3. Aceleração da inflação e reversão do processo de flexibilização da política monetária em 2021

Em 2021, observamos uma mudança na direção tomada pela autoridade monetária. Em primeiro lugar, tivemos o fim do *forward guidance*, anunciado na 236ª reunião do Copom, em janeiro de 2021:

“Em vista das novas informações, o Copom avalia que essas condições deixaram de ser satisfeitas já que as expectativas de inflação, assim como as projeções de inflação de seu cenário básico, estão suficientemente próximas da meta de inflação para o horizonte relevante de política monetária. Como consequência, o *forward guidance* deixa de existir e a condução da política monetária seguirá, doravante, a análise usual do balanço de riscos para a inflação prospectiva.” (BCB, 2021, p.5)

Cabe comentar que, em países emergentes, a autoridade monetária tem um papel mais difícil ao praticar *forward guidance*. Podemos atribuir esta dificuldade ao fato de que estas economias dependem mais do cenário externo, bem como destacou o Copom em sua 232ª reunião:

“[...] o Copom considerou a utilização de uma “prescrição futura” (isto é, um “*forward guidance*”) como um instrumento de política monetária adicional. O Copom discutiu as limitações no uso deste instrumento em países emergentes. Em relação aos pares desenvolvidos, países emergentes são mais suscetíveis a contágio de crises externas e possuem maiores vulnerabilidades nos fundamentos econômicos. Consequentemente, devido à maior imprevisibilidade e volatilidade, o uso de tal instrumento torna-se mais desafiador.” (BCB, 2020, p.4)

Manter a taxa de juros a um nível extremamente baixo tem como risco uma forte desvalorização da moeda. Logo, é possível que uma mudança inesperada no cenário externo exija mudança no rumo da política monetária doméstica. Portanto, quando o BCB se compromete ao *forward guidance*, ele corre o risco de não ter instrumentos para contornar a crise externa ou a descumprir o esperado, o que resultaria no enfraquecimento da sua reputação.

Pela primeira vez desde 2015, o Copom, em março de 2021, elevou a taxa de juros. Essa decisão foi tomada com o intuito de reduzir o grau de estímulo monetário e reduzir a probabilidade do não cumprimento da meta para a inflação.

Esta mudança no direcionamento da política monetária se deu por conta da surpresa inflacionária. A inflação do primeiro trimestre, por exemplo, foi 0,75 p.p. acima do cenário base do Copom de dezembro de 2020, colocando em dúvida o cumprimento da meta de inflação.

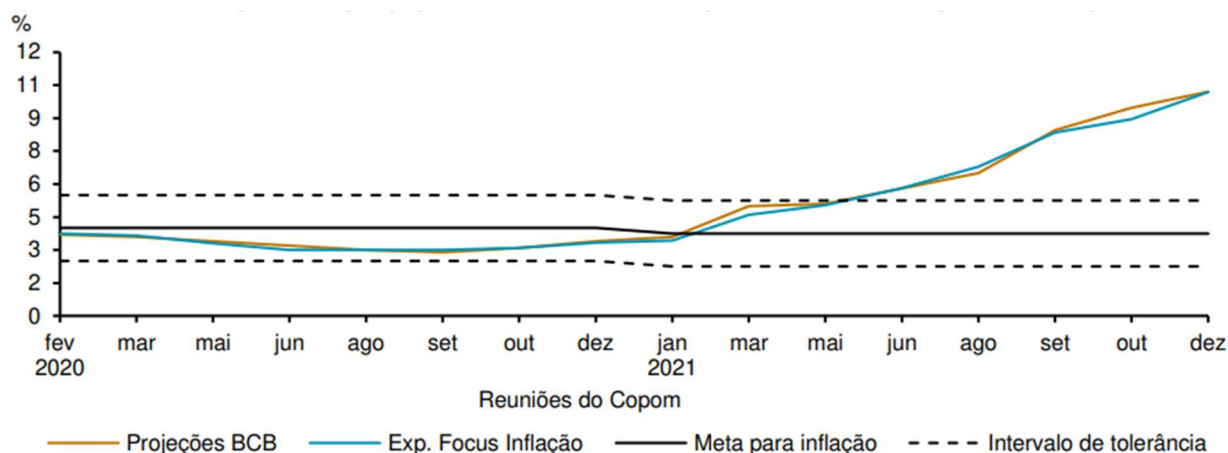
Nesse ano, a inflação foi uma grande surpresa negativa. Ao analisar os Relatórios de Inflação do Banco Central no ano, percebemos que as 4 projeções do Copom para o trimestre subestimaram a inflação. O mesmo ocorreu com as projeções feitas pelo mercado. Por exemplo, para o último trimestre, a expectativa do Copom, em setembro, era de que a inflação seria de 1,98%. O mercado, através do Relatório Focus de 17 de setembro, esperava que seria 1,94%. A inflação observada neste período foi de 3,4%, uma diferença de 1,42 pontos percentuais da estimativa do Copom.

A elevação dos preços do petróleo contribuiu para esta surpresa inflacionária, o que se agravou pela depreciação do real. Além disso, a deterioração do cenário hídrico resultou em forte elevação do preço da energia elétrica, fazendo com que o país entrasse em alerta sobre um possível racionamento. Por fim, os desequilíbrios entre demanda e oferta de insumos, bem como gargalos em cadeias produtivas globais, também contribuíram.

Além disso, chegamos ao segundo ano da pandemia da Covid-19, que seguia forte apesar do início do processo de imunização. O Auxílio Emergencial, política de transferência de renda criada para garantir uma renda mínima às famílias mais vulneráveis durante a pandemia, tinha a duração prevista para três meses. Com o agravamento da situação sanitária, ele se estendeu até o fim de 2021, o que também colocou pressão sobre os cenários de inflação e fiscal.

No Gráfico 3, podemos observar como a expectativa de inflação para 2021 foi revisada para cima ao longo do ano, apresentando um nível de inflação no final do ano significativamente maior do que o esperado no início do ano.

Gráfico 3 - Evolução das projeções do BCB e das expectativas Focus para a inflação de 2021



Fonte: BCB (2022, p.8)

Dessa forma, em 2021, as medidas do BCB de prevenção de crises financeiras ficaram de lado e o controle da inflação tornou-se o protagonista. A ferramenta digital criada pelo *Bank for International Settlements* (BIS) com o intuito de comparar políticas de bancos centrais em resposta à pandemia em 39 países mostra que entre os 31 anúncios feitos pelo BCB entre março de 2020 e outubro de 2021, apenas 9 foram feitos em 2021. Sendo que, dentre os 9, 6 foram anúncios de decisões sobre a taxa de juros.

A decisão de elevar a taxa de juros diante este cenário não foi aprovada de forma consensual entre os economistas do país. O argumento era que, como o aumento da inflação era temporário e não era causado pela demanda, a elevação da taxa de juros não seria eficaz e, ainda por cima, em uma economia estagnada, esta medida poderia agravar a crise. Como argumentou o economista José Luis Oreiro (2021):

“No universo de referência —aquele em que habitam o Federal Reserve, o Banco Central Europeu, o Bank of England e o Banco do Japão, entre outros— não existe ninguém, fora de alguma clínica psiquiátrica, que esteja defendendo uma elevação da taxa básica de juros no meio da maior contração do nível de atividade econômica desde a grande depressão de 1929” (OREIRO, 2021)

Um argumento similar foi amplamente utilizado nos Estados Unidos pelo Fed para justificar a manutenção do patamar da taxa de juros. Em março de 2021, Jerome Powell, presidente do Banco Central americano, argumentou que a elevação nos preços se deu por conta de efeitos

transitórios. Em novembro, Powell mudou o direcionamento do discurso ao dizer que deveríamos aposentar o termo transitório.

Na avaliação de Nelson Barbosa (2021), a avaliação feita pelos críticos foi equivocada, pois o choque não era temporário. Segundo o economista, isso poderia ser observado pela mudança na expectativa de inflação para um ou dois anos à frente, pois, se o choque fosse temporário, ele não terá um efeito significativo a médio prazo. Como observamos este efeito no horizonte relevante, a avaliação, tanto de Nelson como do BCB, era de que o efeito não era temporário.

A avaliação da ex-economista-chefe do Fundo Monetário Internacional (FMI), Gita Gopinath, também foi positiva. Em abril de 2023, ela declarou que o Banco Central do Brasil apertou apropriadamente a política monetária.

Mesmo com os esforços do Banco Central, o país apresentou inflação elevada em 2021. A inflação acumulada em doze meses, medida pelo IPCA, foi de 10,06% em dezembro, significativamente acima do limite superior do intervalo de tolerância de 5,25% estabelecido pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). Em sua Carta Aberta, de janeiro de 2022, o presidente Roberto Campos Neto explica o desvio desse limite.

Na carta, destacou-se os esforços do BCB, como a mudança da política expansionista para contracionista, feita através da elevação da taxa de juros real, que foi de -1,3% ao final de 2020 para cerca de 4,4% ao final de 2021. Ao mesmo tempo, destacou como a incerteza fiscal resulta em maiores prêmios de risco e elevam a taxa de juros neutra, o que dificulta a efetividade da política monetária.

Dessa forma, surge o questionamento se a inflação elevada em 2021 não poderia ter sido evitada caso a política monetária de 2020 não tivesse sido tão expansionista. No entanto, como a Carta Aberta ressalta, a maior parte da surpresa veio da inflação importada, que engloba alta de preços global e variação cambial.

Quando há alta de preços de *commodities*, o Brasil costuma se beneficiar, como ocorreu na década de 2000. No entanto, em 2022, o real se depreciou, puxando os valores desses produtos para cima em moeda local. O presidente do BCB atribuiu esta depreciação da moeda ao aumento do risco fiscal, marcado pelo descumprimento da regra fiscal do Teto de Gastos.

Assim, culpar a necessária política expansionista de 2020 pela inflação de 2021 seria um equívoco. Inclusive, ao traçar o contrafactual de interesse, – uma política monetária expansionista em menor grau - o gasto com os juros da dívida pública seria maior, diminuindo o espaço para manobras fiscais.

Portanto, podemos dizer que a análise da atuação do Banco Central do Brasil no período de 2021 depende da avaliação das mudanças na taxa de juros com o intuito de conter a inflação. Como vimos neste capítulo, podemos dizer que a autoridade monetária agiu de forma correta. Os choques observados ao longo do ano mostraram a necessidade de elevação da taxa de juros. Além disso, seria incorreto dizer que tivemos erros de projeção do BCB, dado que as estimativas de inflação estavam próximas do mercado.

4.4. Aperto monetário em 2022

Em 2022, a Covid-19 continuou exercendo seus efeitos na economia por meio de choques de oferta. Com a economia praticamente reaberta em todos os países, vimos seus efeitos mais fortes nas cadeias produtivas do que na restrição da demanda, ainda que tenhamos observado choques de demanda causados pelas políticas expansionistas de 2020. Como conta o Banco Central em seu Relatório de Inflação de março de 2022:

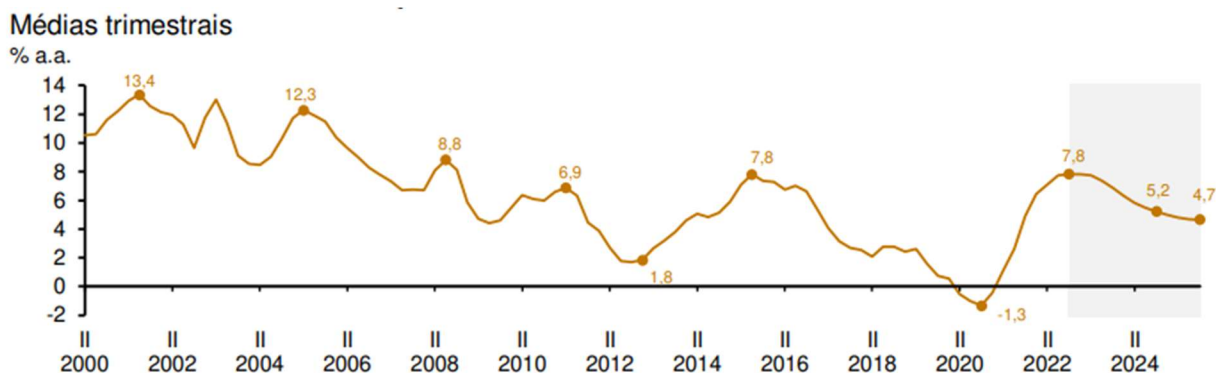
“[...] as cadeias globais de fornecimento continuam pressionadas diante da dificuldade da oferta de alguns setores em responder de forma tempestiva ao aumento da demanda neste período pós-pandemia. Com a nova variante da Covid-19, mais contagiosa que as anteriores, a oferta de mão de obra se reduziu em diversos países no final de 2021 e nas primeiras semanas de 2022, dificultando ainda mais a normalização das cadeias de fornecimento.” (BCB, 2022, p.13)

Além disso, o cenário econômico brasileiro no ano ficou marcado principalmente por dois eventos, a Guerra na Ucrânia, que deteriorou o ambiente externo, e as eleições presidenciais, que gerou riscos altistas para a inflação e incertezas fiscais.

Ao longo do ano, o Copom elevou a taxa de juros 4 vezes até chegar a 13,75%, seu nível mais alto desde 2016. Ou seja, a política monetária, que era extremamente expansionista em 2020, tornou-se contracionista em 2021 e extremamente contracionista em 2022, caracterizando uma

forte mudança no comportamento da autoridade monetária neste período, como podemos observar no Gráfico 4, que ilustra este aumento expressivo da taxa real de juros *ex-ante*.

Gráfico 4 – Selic real acumulada quatro trimestres à frente



Obs.: Selic real calculada com base na taxa Selic acumulada quatro trimestres à frente, descontada das expectativas de inflação para o mesmo período, ambas variáveis extraídas da pesquisa Focus. Os valores para 2022-2025 foram calculados usando a coleta de 6/1/2023.

Fonte: BCB (2023, p.17)

A necessidade dessa mudança se deu por alguns fatores. Em primeiro lugar, para conter a inércia da inflação do ano anterior, que foi o principal fator que desviou a inflação da meta. Podemos interpretar este indicador como os reajustes salariais e repasses dos preços de insumos, no caso de preços livres e como reajustes institucionais que vinculam os reajustes à inflação passada, no caso de preços administrados.

Por conta disso, a surpresa inflacionária em 2022 foi menor do que em 2021. Inclusive, no terceiro trimestre, tivemos um período de desinflação, puxado pelas medidas de redução de impostos sobre combustíveis, energia e comunicação. Dessa forma, a inflação observada no período foi de -0,37%, enquanto o esperado pelo Copom era de 1,99%.

Além disso, tivemos pressão inflacionária dos gargalos nas cadeias produtivas globais, exacerbados por conta da pandemia, restrição de mobilidade na China e guerra na Ucrânia. A mudança no padrão de consumo causado pela pandemia resultou em um forte desequilíbrio entre a demanda e a oferta, o que causou problemas logísticos na cadeia produtiva por conta da dificuldade de se adequar à uma nova demanda. Enquanto o consumo retornava ao nível pré-pandemia, as empresas sofriam com falta de mão-de-obra causada pela contaminação do vírus.

Outra questão importante a ser tratada é a eficiência da política monetária contracionista em um cenário de política fiscal expansionista. Como comenta Cecília Machado (2023): “Em sentidos contrários, são como um carro que acelera com o freio de mão puxado.” Podemos dizer que esta dinâmica foi observada em 2022.

O objetivo principal do Banco Central é assegurar a estabilidade de preços. Logo, quando o Congresso aprova uma política expansionista, a pressão que esta medida coloca sob as contas públicas pode levar os detentores dos títulos públicos a revisarem seu prêmio de risco. Ou seja, se os gastos aumentam, os investidores refletem se a probabilidade de *default* aumenta.

Quando isso ocorre, a autoridade monetária precisa elevar a taxa de juros para conter a fuga de capitais e, conseqüentemente, isso resulta na depreciação da moeda. Ao mesmo tempo, a elevação da taxa de juros aumenta a dívida pública, o que também leva à revisão sobre o prêmio de risco. O cenário de dominância fiscal é o extremo do que pode ocorrer nesta situação. Ele ocorre quando a taxa de juros perde sua eficácia e novas elevações não resultam em controle de inflação, mas apenas agravam o desequilíbrio fiscal.

A PEC 1/2022, chamada de “PEC Kamikaze”, foi um exemplo da política fiscal expansionista de 2022. Esta emenda estabeleceu, em julho de 2022, um pacote de R\$ 41,2 bilhões em auxílios para mitigar o impacto da alta dos preços dos combustíveis.

Desta forma, a elevação dos gastos públicos representou um fator de risco para a eficiência do aperto monetário do BCB. Como relatou o Copom em sua 248ª reunião, de agosto de 2022:

“No cenário doméstico, o Comitê avalia que políticas temporárias de apoio à renda devem trazer estímulo à demanda agregada e que o prolongamento de tais políticas pode elevar os prêmios de risco do país e as expectativas de inflação à medida que pressionam a demanda agregada e pioram a trajetória fiscal. O Comitê reitera que há vários canais pelos quais a política fiscal pode afetar a inflação, incluindo seu efeito sobre a atividade, preços de ativos e expectativas de inflação.” (BCB, 2022, p.4)

A desoneração tributária sobre combustíveis foi determinante para modificar o cenário de inflação na segunda metade do ano. Os Relatórios de Inflação do BCB de junho e setembro ilustram este choque. Em junho, a inflação prevista para 2022 era de 8,8%, enquanto, em setembro,

esta projeção foi para 5,8%. No entanto, estas medidas não afetaram a condução da política monetária, como relata o Copom em sua 249ª reunião:

“O Comitê optou por novamente dar ênfase ao horizonte de seis trimestres à frente em suas projeções e nota que essa decisão é condicional ao caráter temporário dos impostos. O Copom antecipa que, caso se materialize cenário alternativo de manutenção da desoneração tributária sobre combustíveis em 2023, voltará a enfatizar horizontes que incluam o primeiro trimestre de 2023. No entanto, o Copom avalia que não haverá impactos relevantes sobre a condução de política monetária, uma vez que os efeitos primários de tais medidas já estão sendo desconsiderados” (BCB, 2022, p.5)

Esta foi a mesma reunião que, pela primeira vez desde janeiro de 2021, manteve a taxa de juros no mesmo patamar. O fim do ciclo de elevação da taxa, por sua vez, não foi consensual entre os membros do Comitê. Dois membros argumentaram que a elevação de juros fortaleceria a mensagem de comprometimento do Comitê com sua estratégia. (BCB, 2022)

No entanto, o Comitê decidiu manter a taxa básica de juros em 13,75% sob o argumento de que seria necessária cautela para analisar os impactos do intenso ciclo de política monetária. Como consta na Ata da 249ª reunião do Copom:

“[...] Ressaltou-se que o ciclo de aperto monetário corrente tem sido bastante intenso e tempestivo e que, devido às defasagens longas e variáveis da política monetária, ainda não se observa grande parte do efeito contracionista esperado, bem como seu impacto sobre a inflação corrente. Esses impactos devem ficar mais claros nos indicadores de atividade ao longo do segundo semestre, mas o Comitê antecipa que medidas de sustentação da demanda agregada dificultam uma avaliação mais precisa sobre o estágio do ciclo econômico e dos impactos da política monetária. “(BCB, 2022, p.5)

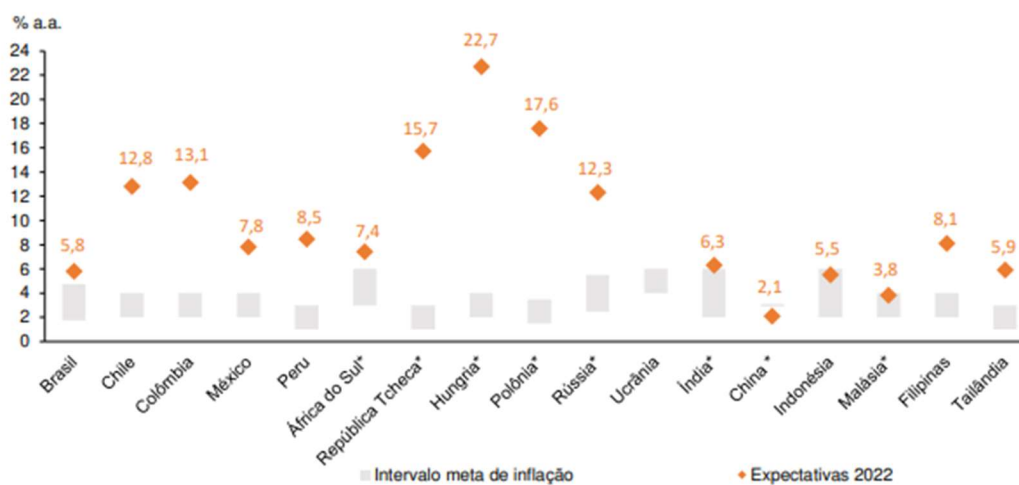
O Banco Central manteve esta estratégia pelo restante do ano, resultando em uma taxa de juros de 13,75% ao fim de 2022. A inflação, por sua vez, foi de 5,79%, acima do limite superior em torno da meta de 3,5%, estabelecido pelo CMN.

Podemos dizer que a mudança no direcionamento da política monetária que, em 2022, alcançou um território extremamente contracionista, foi necessário. Apesar de seus esforços, a autoridade monetária não conseguiu alcançar a meta estabelecida para a inflação.

No entanto, durante a pandemia, o desvio da meta foi algo comum. Em 2020, a inflação observada foi de 4,52%, acima da meta de 4%. Em 2021, a inflação foi de 10,06%, ultrapassando o limite superior da meta de 3,75%. Por fim, em 2022, como vimos a inflação foi de 5,79% perante uma meta em torno de 3,50%.

No entanto, como podemos observar no Gráfico 5, a alta inflação em 2022 foi um fenômeno global. Ao analisar os resultados obtidos por países emergentes em 2022, poucos foram os países que mantiveram sua inflação dentro do intervalo para a meta de inflação. Sob esta métrica, percebemos que o Brasil foi um dos países que mais se aproximou do intervalo da meta para inflação.

Gráfico 5 - Inflação em países emergentes em 2022



*Valores de expectativas de analistas advindas de pesquisas de bancos centrais ou da Bloomberg (números finais ainda não divulgados).

Fonte: BCB (2023, p.8)

5. Conclusão

A Pandemia da Covid-19 mostrou a importância do conhecimento interdisciplinar do líder de um país e sua equipe. Como vimos, o combate a uma crise sanitária não se limita ao campo médico, mas se expande ao campo econômico, político, entre outros. Desde a Grande Depressão, em 1929, economistas debatem sobre a forma mais efetiva de atuar em momentos de crise econômica. O problema se encontra na impossibilidade de vivermos duas crises tão semelhantes que uma mesma receita solucionasse as duas da mesma forma.

Como conta Francisco L. Lopes (2009):

“ Tolstoi escreveu, em sua obra Anna Karenina, que todas as famílias felizes são parecidas, mas uma família infeliz é infeliz de seu próprio modo. As recessões são um pouco como as famílias infelizes do grande escritor russo: cada uma tem a sua própria história e a sua forma peculiar de produzir infelicidade econômica. Isto significa que é sempre difícil prever a intensidade de um desses episódios quando ainda não terminou. “(LOPES, 2009, p.19)

Não é possível esperar que a solução para uma crise irá funcionar para todas, mas é imperativo que o conhecimento obtido na tragédia do presente sirva para mitigar a tragédia do futuro. Podemos dizer que, no período analisado, o Banco Central precisou enfrentar crises diferentes e apresentar soluções diferentes.

No primeiro ano, vimos como a restrição de mobilidade exigiu que o BCB adotasse uma política monetária expansionista para estimular a demanda e impedir que a espiral desinflacionária causasse fortes danos na economia. Desta forma, o Banco Central, por meio de instrumentos convencionais e não convencionais, forneceu estímulo, liquidez e crédito adequados para o enfrentamento do momento mais intenso da crise.

Em seguida, em 2021, observamos um cenário ambíguo, em que tivemos forte pressão inflacionária e o vírus seguia se propagando com intensidade. De um lado, a pressão inflacionária exigia uma política contracionista. No entanto, esta política poderia ser prejudicial para uma economia que sofria com os impactos da pandemia. A autoridade monetária brasileira optou por elevar a taxa de juros, se tornando um dos primeiros bancos centrais a iniciar o ciclo de aperto monetário, o que se mostrou um sucesso.

Por fim, em 2022, a inércia da inflação do ano anterior, eclosão da Guerra na Ucrânia e elevação dos preços de *commodities* dificultaram o controle da inflação. Assim, o BCB adotou uma política monetária extremamente contracionista, levando a taxa de juros a 13,75%, seu maior nível desde 2016.

Também analisamos as dificuldades adicionais que o Brasil enfrentou por ser um país emergente no que tange ao enfrentamento de recessões quando comparado a economias desenvolvidas. Em especial, sua utilização do *forward guidance* foi fundamental para garantir boa comunicação com os agentes econômicos sobre o horizonte de médio prazo da política monetária.

Como vimos no presente trabalho, o BCB se adaptou bem às dificuldades enfrentadas ao longo do período. No intervalo de 3 anos, adotou posturas diferentes – extremamente expansionista, contracionista e extremamente contracionista – à medida que o cenário exigiu mudança. Em suma, o Banco Central do Brasil enfrentou o desafio da pandemia de forma adequada, adotando medidas para mitigar os efeitos da crise e preservar a estabilidade econômica.

No início de 2023, certos indicadores econômicos, como PIB e taxa de desemprego, já haviam retornado aos seus níveis pré-pandemia, evidenciando que o impacto da pandemia na economia naquele momento era pequeno. Em maio, a OMS atualizou o status da situação sanitária, retirando a classificação de pandemia e encerrando o período trágico em que perdemos milhões de pessoas ao redor do mundo.

6. Referências Bibliográficas

ANGELUCCI, Manuela. *et al. Remote Work and Heterogeneous Impact of Covid-19 on Employment and Health*. NBER Working Paper Nº 27749. Ago. 2020. doi: 10.3386/w27749

Banco Central do Brasil. **Atas do Comitê de Política Monetária**. Disponíveis em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/cronologicos>

_____. **Relatórios de Inflação**. Disponíveis em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/ri/cronologicos>

_____. **Ofício 423/2023-BCB/SECRE**. 2023. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/carta_a2022.pdf . Acesso em: 8 jun. 2023

_____. **Ofício 823/2022-BCB/SECRE**. 2022. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/controleinflacao/controleinflacao_docs/carta_aberta/OF_CIO_823_2022_BCB_SECRE_01.pdf. Acesso em: 8 jun. 2023

BARBOSA, Nelson. **Este Banco Central merece um voto de confiança**. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/nelson-barbosa/2021/03/este-banco-central-merece-um-voto-de-confianca.shtml>. Acesso em: 27 mai. 2023

BERNANKE, B. S., REINHART, V. R., & SACK, B. P. (2004). **Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment**. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2004(2), p. 3. <http://www.jstor.org/stable/3805105>

BRINCA, Pedro; DUARTE, Joao B.; FARIA-E-CASTRO, Miguel. **Is the COVID-19 Pandemic a Supply or a Demand Shock?** *Economic Synopses*, No. 31, 2020. doi: <https://doi.org/10.20955/es.2020.31>

CDC. **COVID-19 Timeline**. Disponível em: <https://www.cdc.gov/museum/timeline/covid19.html>. Acesso em: 20 set. 2022

FAHEY, Ryan. **Half the world in lockdown**. Abr. 2020. Disponível em: <https://www.dailymail.co.uk/news/article-8181001/3-9-billion-people-currently-called-stay-homes-coronavirus.html>. Acesso em: 25 set. 2022

FEIJÓ, Carmem. *et al.* **Política monetária no Brasil em tempos de pandemia**. Revista de Economia Política, vol. 42, nº1, pp.150-171, janeiro-março/2022. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/0101-31572022-3353>. Acesso em: 20 mar. 2023

FISCHER, Irving. **The theory of interest**. London: Macmillan, 1930.

FRANCO, Gustavo. **Lições Amargas: uma história provisória da atualidade**. Rio de Janeiro: História Real, 2021.

FRIEDMAN, Milton; FRIEDMAN, Rose. **The Tyranny of the Status Quo**. New York: Houghton Mifflin Harcourt, 1984

GARCIA, Márcio. **“Quanto ainda pode cair a Selic?”**. Disponível em: <https://sites.google.com/view/mgpgarcia/artigos-e-apresenta%C3%A7%C3%B5es-ops-and-presentations>. Acesso em: 25 mai. 2023

GASPAR, Vitor; GOPINATH, Gita. **Fiscal Policies for a Transformed World**. Jul. 2020. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2020/07/10/blog-fiscal-policies-for-a-transformed-world>. Acesso em: 25 set. 2022

GIANETTI, Eduardo. **O valor do amanhã: ensaio sobre a natureza dos juros**. São Paulo: Companhia das Letras, 2005. p. 77.

GLOBO. **Copom reduz taxa básica de juros de 4,5% para 4,25% ao ano**. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2020/02/05/copom-reduz-taxa-basica-de-juros-de-45percent-para-425percent-ao-ano.ghtml>. Acesso em: 23 jun. 2023

GOMES, Diego & IACHAN, Felipe & SANTOS, Cezar. (2020). **Labor Earnings Dynamics in a Developing Economy with a Large Informal Sector**. Journal of Economic Dynamics and Control. 113. 103854. doi: 10.1016/j.jedc.2020.103854.

GOPINATH, Gita. **The Great Lockdown**. Abr. 2020. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Blogs/Articles/2020/04/14/blog-weo-the-great-lockdown-worst-economic-downturn-since-the-great-depression>. Acesso em: 25 set. 2022

JAIMOVICH, Nir & SIU, Henry E. **Job Polarization and Jobless Recoveries**. NBER Working Paper N° 18334. Ago. 2018. doi: 10.3386/w18334

LEMOS, Amanda. **Veja todas as vezes que a Bolsa brasileira acionou o circuit breaker**. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2020/03/veja-todas-as-vezes-que-a-bolsa-brasileira-acionou-o-circuit-breaker.shtml>. Acesso em: 20 fev. 2023

LOPES, Francisco L. Em: Edmar L. Bacha, Ilan Goldfajn (organizadores). **Como reagir à crise? : políticas econômicas para o Brasil**. Rio de Janeiro: Imagino, 2009.

MACHADO, Cecília. **Políticas fiscais e monetárias em direções opostas e a inflação**. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/colunas/cecilia-machado/2023/05/politicas-fiscais-e-monetarias-em-direcoes-opostas-e-a-inflacao.shtml>. Acesso em: 11 jun. 2023.

MAIA, Gustavo. **Bolsonaro afirma que lockdown é o "caminho do fracasso" para economia brasileira**. Disponível em: <https://valor.globo.com/politica/noticia/2020/05/14/bolsonaro-afirma-que-lockdown-e-o-caminho-do-fracasso-para-economia-brasileira.ghtml>. Acesso em: 20 fev. 2023

MISHKIN, Frederic S. **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**. Pearson Education, 2019. ISBN:978-0-13-473382-1

OREIRO, José Luis. **Elevação de juros agora é negacionismo econômico**. Disponível em: <https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2021/03/elevacao-de-juros-agora-e-negacionismo-economico.shtml>. Acesso em: 27 mai. 2023

SCHWARTZ, Anna Jacobson. **Man Without a Plan**. Jul. 2009. Disponível em: <https://www.nytimes.com/2009/07/26/opinion/26schwartz.html>. Acesso em: 28 set. 2022

SOARES, Ingrid. **Bolsonaro diz que não trabalhou durante pandemia porque STF não deixou.** Disponível em: <https://www.correiobraziliense.com.br/politica/2022/01/4976943-bolsonaro-diz-que-nao-trabalhou-durante-pandemia-porque-stf-nao-deixou.html>. Acesso em: 20 fev. 2023

TCU. **Pandemia já custou mais de R\$ 600 bilhões aos cofres federais.** Out. 2021. Disponível em: [https://portal.tcu.gov.br/imprensa/noticias/pandemia-ja-custou-mais-de-r-600-bilhoes-aos-cofres-federais.htm#:~:text=Do%20valor%20autorizado%20em%202021%2C%20a%20parcela%20majorit%C3%A1ria%20\(87%25\),%24%2047%2C7%20bilh%C3%B5es.](https://portal.tcu.gov.br/imprensa/noticias/pandemia-ja-custou-mais-de-r-600-bilhoes-aos-cofres-federais.htm#:~:text=Do%20valor%20autorizado%20em%202021%2C%20a%20parcela%20majorit%C3%A1ria%20(87%25),%24%2047%2C7%20bilh%C3%B5es.) Acesso em: 20 fev. 2023

VASQUEZ, Rafael. **Bancos Centrais expandem atuação para além da busca pela meta de inflação.** Ago. 2021. Disponível em: <https://valor.globo.com/eu-e/noticia/2021/08/13/bancos-centrais-expandem-atuacao-para-alem-da-busca-pela-meta-de-inflacao.ghtml>. Acesso em: 1 abr. 2023