



**UNIVERSIDADE ESTADUAL PAULISTA
"JÚLIO DE MESQUITA FILHO"**

UNIVERSIDADE

ESTADUAL PAULISTA "JÚLIO DE MESQUITA FILHO"

FACULDADE DE CIÊNCIAS E LETRAS DE ARARAQUARA

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

PEDRO ALVES GONZAGA FAZIA

**RELATO TÉCNICO SOBRE A POLÍTICA MONETÁRIA E SUAS EVIDÊNCIAS
PARA O BRASIL NA PANDEMIA**

ARARAQUARA-SP

2021

PEDRO ALVES GONZAGA FAZIA

**RELATO TÉCNICO SOBRE A POLÍTICA MONETÁRIA E SUAS EVIDÊNCIAS
PARA O BRASIL NA PANDEMIA**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Conselho de Curso de Graduação em Ciências Econômicas da Faculdade de Ciências e Letras do Campus de Araraquara, Universidade Estadual Paulista, como parte dos requisitos para obtenção do diploma de Graduação em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Dr. Elton Eustáquio Casagrande.

ARARAQUARA-SP

2021

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a minha família, namorada, amigos e república por todo o respaldo, suporte, carinho e atenção dedicados a mim durante o período de graduação. Agradeço também aos professores e em especial ao meu orientador, que foram indispensáveis para minha condução acadêmica até aqui. Deixo um agradecimento especial também as extensões e membros que participaram comigo da Liga de Mercado Financeiro e da Paulista Jr. Por fim, deixo registrado aqui também um grande agradecimento às Universidades Públicas como um todo, em especial a Unesp, que me acolheu e criou em mim um senso crítico e me forneceu valores inestimáveis.

RESUMO

Durante o século XXI, o mundo presenciou e ainda presencia uma das maiores crises sanitárias de sua história, causada pela COVID-19. Como resultado, nos anos de 2020 e 2021, adversidades foram enfrentadas também no âmbito econômico, com forte retração de atividade, sobretudo no ano de 2020. No Brasil, visando conter os avanços da crise, o Banco Central, via Copom, implementou um forte ciclo de redução das taxas de juros, levando-as ao menor patamar histórico desde o Plano Real, sob a presença de um *forward guidance*. Enquanto vigorou essa condução monetária descasada com o *modus operandi* tradicional da política monetária brasileira, consequências foram vistas, de maneira ainda mais intensa do que em outros países emergentes.

Para entender essas consequências o presente trabalho perambula sobre as variáveis de Emprego e Renda, Câmbio e Inflação, de maneira empírica, trazendo dados que apresentam os níveis e patamares nos quais cada uma das variáveis se apresentavam durante a pandemia. Posteriormente o relato traz indicadores que demonstram a maneira com a qual a condução monetária citada corroborou com variáveis relacionadas ao risco país e a aversão ao risco, de modo a compreender a receptividade, percepção e de até mesmo avaliar se as decisões do Banco Central no período da pandemia foram corretas, à luz também das variáveis já citadas.

Palavras-chave: Política Monetária. Inflação. Câmbio. Aversão à Risco. *Forward Guidance*

ABSTRACT

Through the 21st century, the world witnessed, and still does, one of the biggest sanitary crisis in History, the COVID 19. As an outcome, challenges were faced on the economic field in the years of 2020 and 2021, with strong retractions of activities specially in 2020. In Brazil focusing on restraining the crisis the CENTRAL BANK, through COPOM, has implemented a cycle reducing interest taxes taking them to its lowest historic level since PLANO REAL, under the presence of a forward guidance. While it lasted this method of currency management that was detached from the traditional methods of currency management in Brazil, consequences were seen in a stronger way than in other developing countries.

In order to understand those consequences this paper works on Employment and Income, Currency Exchange and Inflation variables on an empirical way, considering data that shows the level on which every variable appeared during the pandemic. Later on the paper presents indicators that demonstrate the way in which this management contributed with variables related to country risk, in ways that allow comprehension and acceptance, perception and even evaluation of the CENTRAL BANK decisions during the period of the pandemic were correct or not, based on above mentioned variables.

Keywords: *Monetary Policy. Inflation. Exchange Rate. Risk Aversion. Forward Guidance*

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Taxa Selic e Variação de 2011 a 2020.	15
Figura 2 – Taxa Selic e Variação em 2021.	Erro! Indicador não definido.
Figura 3 – Taxa Selic e Variação em 2020.	Erro! Indicador não definido.
Figura 4 – Taxa de Desocupação, Nível de Ocupação e Participação na Força de Trabalho de 2019 a 2021.	18
Figura 5 – Rendimento habitual médio – valor absoluto e taxa de variação interanual.	20
Figura 6 – Cotação USD-BRL e taxa de variação de 2007 a 2021.	22
Figura 7 – Moedas que mais se desvalorizaram em 2020, em ordem.	23
Figura 8 – Saldo acumulado de estrangeiros na bolsa em R\$	23
Figura 9 – Variação Mensal (%) do IPCA desde o Plano Real.	25

Figura 10 – Variação do IPCA anual de 2008 a 2021.	Erro! Indicador não definido.
Figura 11 – Taxa Selic Nominal e real (%) de 2000 até 2020.	28
Figura 12 – Variação do IPCA em 2020.	Erro! Indicador não definido.
Figura 13 – Taxa de Câmbio e diferencial de juros no Brasil.	30
Figura 14 – Variação do CDS de países emergentes durante a Pandemia.	31
Figura 15 – Índice de Preço de Commodities.	33
Figura 16 – Taxa de Desemprego no Brasil de 2019 a 2021.	34
Figura 17 – Taxa Selic no Brasil de 2020 a 2021.	35

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Pessoas por condição em relação à força de trabalho e condição na ocupação – Brasil	18
Tabela 2 – Taxa de ocupação de trabalhadores com e sem carteira – Brasil.	19
Tabela 3 - Dados dos principais indicadores da Dívida Pública 2013 - 2020	24

SUMÁRIO

I – INTRODUÇÃO	11
II. Organização do Relato: Elementos Empíricos.	16
A. Emprego e Renda	17
B. Câmbio	21
C. Inflação	25
III. Organização do Relato: A Política Monetária no Contexto Pandêmico	27
IV. Considerações Finais: Conclusões Acerca das Análises Empíricas do Relato	36
ANEXO	38
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	39

I – INTRODUÇÃO

O presente texto relata e discute a política monetária no Brasil nos anos de 2020 e 2021. A discussão se baseia numa revisão concisa sobre o instrumental de política econômica, constituída a partir de manuais de macroeconomia e artigos publicados sobre política monetária.

Inicialmente, uma definição de política econômica é necessária. A mesma é definida nas abordagens dos manuais de macroeconomia como uma série de medidas, meios e instrumentos que visam estabelecer diretrizes para a condução da economia de um grupo ou país, podendo ser identificada sobre diferentes dicotomias originadas a partir das políticas fiscal e monetária, que juntas ditam o ritmo econômico, produtos agregados e o nível de preços (Friedman, 2000).

A política monetária, por sua vez, é o foco do artigo em questão e vai muito além da busca pela regularização dos preços e combate à inflação. Segundo Blanchard (2017), a política monetária e seus objetivos são umbilicalmente conectados a outras políticas econômicas. De acordo com o que ele mesmo sugere, só é possível pensar em objetivos de uma política monetária juntamente com a política fiscal e com a maximização do bem-estar, conforme salienta em:

“os objetivos da política monetária e fiscal não são somente a estabilização e manutenção de baixos níveis de inflação, mas, também, estabilizar a distância do *first best*¹ estabilizando a relevante lacuna de bem-estar”. (Blanchard, 2017, p. 2)

Um exemplo de literatura, para introduzir as relações entre política e variáveis nominais e reais, é dada por Proaño e Lojak (2021). Os autores desenvolvem um modelo das relações entre a política monetária e as demais variáveis reais e nominais. O instrumento do trabalho é a simulação, concebida a partir da estrutura funcional de consumidores, firmas e setor público. O comportamento da política monetária entre economias interfere na precificação de ativos e afeta as variáveis econômicas (Proaño e Lojak, 2021, p.6).

Proaño e Lojak (2021) desenvolvem uma simulação a partir de equações que guardam as relações causais a exemplo do que os modelos IS-LM demonstram. A análise é feita com base na dinâmica das interações entre as variáveis no curto prazo.

A partir das variáveis de Emprego e Renda, Inflação e Câmbio que serão apresentadas realiza-se uma avaliação com as séries históricas constituídas. Dessa forma, o presente relato oferece ao leitor uma contextualização econômica empírica como *guidance* da política monetária durante a pandemia e durante os anos de 2020 e 2021, suscitando sempre a ideia de aversão ao risco, confiança dos agentes e expectativas de um modo geral.

Esses pontos supracitados são reforçados pela condução das ações do Banco Central em relação à política monetária, que formulam, inclusive, sua própria reputação. A reputação do Banco Central se baseia na capacidade dele se comprometer com a meta inflacionária no atual regime de metas e com sua transparência, conforme exposto a seguir:

“É fato notório que a preocupação precípua do Banco Central, sob o regime de metas inflacionárias, é com o gerenciamento das expectativas. Nesse contexto, a transparência de ações e procedimentos se torna fundamental, uma vez que apresenta nexos importante com a reputação.” (VIEIRA, 2019 p.1)

Assim, temos que a transparência dos bancos centrais se antecipa às questões de fato econômicas na condução das expectativas dos agentes, sob as óticas da capacidade de solvência e estabilidade financeira. Logo, a credibilidade da política econômica, mais

¹ O *first best* ocorre em mercado perfeitamente competitivo, sem distorções econômicas e ou sociais. (https://saylordotorg.github.io/text_international-trade-theory-and-policy).

especificamente da política monetária, não se dissocia da imagem e reputação de um banco central (VIEIRA, 2017).

Além disso, o grau de aversão ao risco e temor de insolvência quanto ao pagamento dos títulos de dívida pública podem levar a decisões intempestivas nos mercados financeiros e provocar, por exemplo, saída de capital estrangeiro.

Esse processo de desinvestimento, por sua vez, gera depreciação cambial e aceleração dos processos inflacionários, principalmente sob a ótica das commodities que são imprescindíveis para a manutenção da atividade econômica e, conseqüentemente, se encarecem em função da desvalorização da moeda brasileira (R\$).

Em um recorte local, a política monetária brasileira, inicialmente, é restritiva, alinhada às elevadas expectativas de inflação e às premissas de metas de inflação incorporadas pelo tripé macroeconômico ao fim da década de noventa.

As divergências entre economistas para a compreensão do que origina esse modelo de condução da política monetária no país, sobretudo com taxas de juros tão elevadas, são bastante comuns.

Para Bresser e Nakano (2002), por exemplo, as taxas de juros no Brasil, por serem um artifício usado de maneira multifacetada, acabaram por ser estranguladas pelos agentes, enquanto deveriam seguir sua função específica de controlar e garantir que a inflação estivesse dentro das metas previstas.

No entanto, essa taxa de juros acabou por ser utilizada para controlar o câmbio, conduzir o déficit público, conduzir a demanda interna e atrair capital externo, deixando em menor enfoque a premissa defendida por Bresser e Nakano de corroborar unicamente para o alinhamento do tripé macroeconômico.

Em contrapartida a Bresser e Nakano (2002), Ana Cláudia Alem (2009) credita as elevadas taxas de juros justamente ao regime de metas inflacionárias implementado no Brasil

“O Brasil adotou o sistema de metas de inflação em 1999. Desde então, formalmente, a justificativa para que o BCB mantenha taxas de juros elevadas tem sido o controle da demanda e, conseqüentemente, o combate à inflação. Supostamente, adota-se um sistema de metas inflacionárias no qual a taxa de juros é determinada com o objetivo de controlar a demanda agregada e, via contenção dessa, combater a inflação.” (ALEM, 2009, p.71)

Apesar da indefinição do que origina essa política monetária restritiva, com elevadas taxas de juros no Brasil, o trabalho em questão focará em entender, analisar e

fornecer uma dissertação crítica da política monetária em um recorte de 2020 e 2021, período em que os padrões de política monetária do país fugiram do curso tradicional.

A condução da política monetária e o comportamento da taxa de juros SELIC e das demais taxas do mercado estão todas disponíveis no site do Banco Central. Com essa base de dados, a seguir, é possível observar um comportamento totalmente distinto entre as séries.

A figura 1, apresenta a variação da taxa SELIC de 2011 até janeiro de 2020 de uma observação para a outra e o valor da taxa SELIC Meta definida pelo Copom, indicada pelos marcadores triangulares.

Já as figuras 2 e 3, que estão lado a lado, servem de base comparativa para apresentar o comportamento extremamente incomum adotado pelo Copom no período de pandemia e período em que ela se arrefeceu, com a evolução da vacinação².

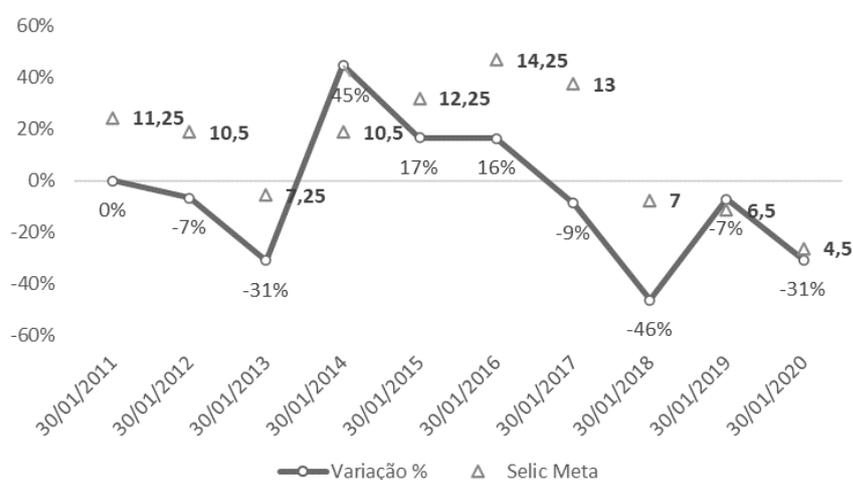
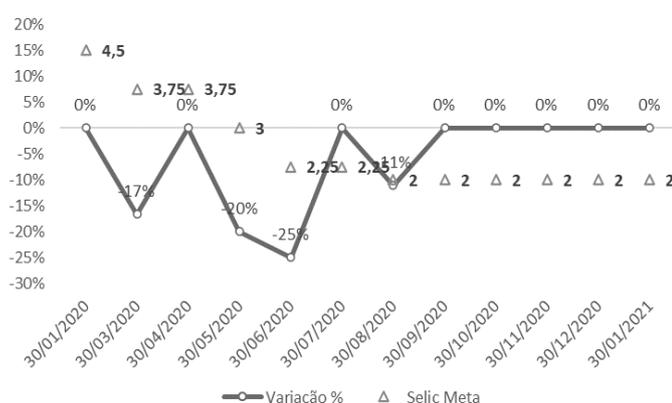
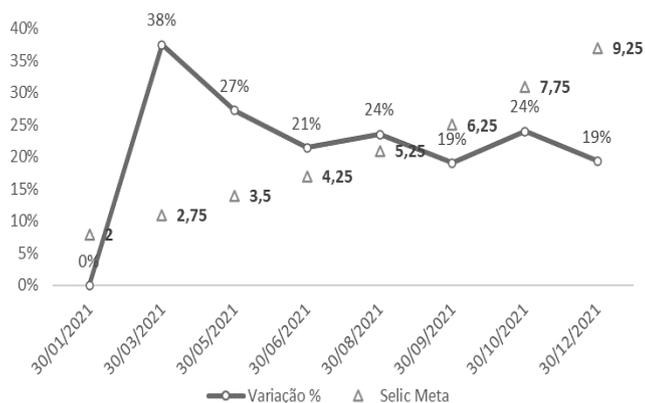


Figura 1 - Taxa Selic e Variação de 2011 a 2020.
Fonte: Banco Central do Brasil; Elaboração Própria



² Vide figura apresentada no anexo.

Assim, observa-se, até mesmo por padrão, que a pouca restrição, anterior aos períodos pré-pandemia, foi deixada de lado durante a crise de 2020, e as taxas de juros atingiram os menores patamares históricos para o Brasil desde que existem registros históricos para tal.

Ainda, a título de comparação, o tom restritivo voltou a ser adotado no ano de 2021 ficando evidente a incomum política monetária regida no país durante o período (sobretudo durante o *forward guidance* que será discutido adiante). Cabe ao artigo dissertar sobre sua efetividade e o que pode ter provocado, voluntaria ou involuntariamente, essa condição.

Para tanto, serão observadas as variáveis de inflação, câmbio, emprego e renda durante o período. Somente assim ficará claro ao leitor quais foram as motivações do banco central brasileiro, via Copom.

O trabalho tem a forma de relato técnico, que contém a relevância conceitual para o entendimento do funcionamento de um modelo de política econômica. Os resultados, segundo o comportamento de variáveis macroeconômicas, são organizados para demonstrar o impacto da política monetária sobre a condição econômica na pandemia.

A estrutura de um relato técnico, segundo o manual da CAPES, é a base da organização da estrutura formal deste trabalho³. Como forma de estruturar o presente relato, reproduz-se a estrutura analítica dos seguintes autores de manuais de macroeconomia: 1) Richard Froyen; 2) Olivier Blanchard; 3) Paul Krugman.

Desse conjunto de manuais, elegeu-se o modelo do IS-LM-BP para abordar os efeitos da política monetária sobre variáveis nominais e reais que formam o ambiente macroeconômico, apenas para fins metodológicos. Observando sempre que, a condução da política monetária é um elemento fundamental à estabilidade da política macroeconômica e para o funcionamento da economia real.

A execução do trabalho tem a seguinte sequência: na seção I se dá a Introdução e a fundamentação teórica na qual o artigo se respalda. Na seção II organiza-se um relato que apresenta de maneira empírica como se comportaram as variáveis econômicas exploradas pelo relato durante 2020 e 2021, com dados extraídos principalmente da PNAD e do Banco Central do Brasil. Na seção III coletam-se e avalia-se as medidas do Ministério da Economia e do Banco Central aplicadas na pandemia e as variáveis que são selecionadas para compor o espectro macroeconômico. Por fim, na Seção IV tem-se as considerações finais.

³ Relatório de Grupo de Trabalho CAPES: Produção Técnica. Para maiores informações ver: <http://www.capes.gov.br/pt/relatorios-tecnicos-dav>

II. Organização do Relato: Elementos Empíricos.

O contexto empírico do presente relato técnico é o cenário econômico brasileiro. O período analisado compreende os anos de 2020 e 2021, anos de pandemia, em que as decisões da política econômica ganharam ainda mais evidência. Nesses anos, ocorreram quedas acentuadas do produto, aumento da taxa de desemprego, depreciação cambial e inflação.

Assim, entender a maneira como a economia brasileira foi administrada e, mais especificamente, a condução da política monetária nos anos de 2020 e 2021 abre perspectivas para avaliar as decisões na área monetária.

No cenário internacional, a política monetária foi bastante expansiva e as discussões a partir de matrizes teóricas quanto às evidências empíricas formaram um grande conjunto de conhecimento sobre o tema. Com foco na melhor compreensão do tema sobre Política Monetária no período recente, 2020 a 2021, se propôs desenvolver este trabalho na forma de relato. Parte-se do seguinte problema de investigação: como caracterizar a política monetária no Brasil nas condições da pandemia?

Ao responder à questão acima, estabelece-se os meios para o cumprimento do objetivo, qual seja, de entender a política monetária do Brasil no período recente, de 2020 a 2021, com base na revisão da literatura, e entender sobretudo sua efetividade e desempenho quanto à contraposição da conjuntura econômica da pandemia.

Na organização dos elementos empíricos que fornecem as variáveis para o presente relato, utiliza-se um conjunto de referências específicas para o desenvolvimento da redação, além de bibliografias teóricas como *Economia Internacional* (KRUGMAN, 2009) e *Macroeconomia* (BLANCHARD, 2017).

Para explorar dados, conjuntura, explicações econométricas, avaliações de especialistas e outras informações relevantes ao conteúdo empírico, utiliza-se também o Relatório Focus do Banco Central, bem como boletins econômicos da FGV – Ibre, dados da PNAD, relatórios da inflação do Banco Central, Atas do Copom, Notas de Política Econômica e Cartas de Conjuntura Econômica.

A. Emprego e Renda

Durante a pandemia, o nível de renda e produto⁴ foi abalado. O que era de se esperar dada as restrições econômicas impostas no período para conter a disseminação do vírus Sars-CoV-2.

Dentre as mais comuns restrições no Brasil houve suspensões de atividades não essenciais, *lockdowns*, distanciamento social e restrição de público em locais fechados. Assim, com estabelecimentos fechados, o consumo foi esmagado e conseqüentemente os empresários tiveram que conduzir sua própria política de redução de danos, que partia, também, da redução de gastos com aluguéis e força de trabalho.

A figura abaixo, com dados colhidos da PNAD, fornece uma melhor visualização dos níveis de desocupação durante o período da pandemia. Lembrando que, a desocupação refere-se àqueles que estão dispostos a trabalhar, mas no período de referência estavam sem emprego, seja remunerado ou não.

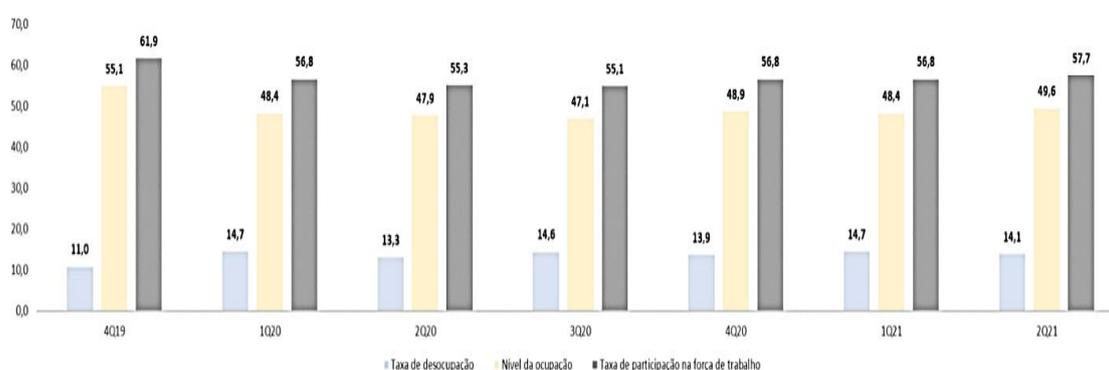


Figura 4 – Taxa de Desocupação, Nível de Ocupação e Participação na Força de Trabalho de 2019 a 2021.
Fonte: PNAD – IBGE; Elaboração: PNADC

Em períodos pré-pandêmicos, tomando como referência o quarto trimestre de 2019, a taxa de desocupação era de 11%, e chegou ao seu recorde no primeiro quartil de 2021 (1Q21) atingindo 14,7%, alta de quase 34%.

Ainda, para uma análise mais robusta do ano de 2020, o primeiro ano da crise sanitária, o quadro abaixo apresenta uma visão dos valores nominais relativos ao mercado de trabalho:

⁴ No ano de 2020 o PIB caiu 3,9%. (<https://www.ibge.gov.br/explica/pib.php>)

Tabela 1 - Pessoas por condição em relação à força de trabalho e condição na ocupação – Brasil.

	Estimativas dos trimestres (mil)			Variação em relação ao tri 2020.1		Variação em relação ao tri 2019.2	
	2019.2	2020.1	2020.2	Diferença	VAR%	Diferença	VAR%
Total	170864	172354	173918	1565	0,9	3054	1,8
Na força de trabalho	106108	105073	96138	-8935	-8,5	-9970	-9,4
Ocupada	93342	92223	83347	-8876	-9,6	-9995	-10,7
Desocupada	12766	12850	12791	-59	-0,5	24	0,2
Fora da força de trabalho	64756	67281	77781	10500	15,6	13024	20,1

Fonte: PNAD – IBGE;
Elaboração: PNADC

Na tabela acima, vale a pena ressaltar a grande diferença entre o número de pessoas ocupadas entre 2019.2 e 2020.1 valor que chegou a quase menos 10 milhões de pessoas em situação de emprego formal ou informal no momento de referência da pesquisa.

Em consonância a isso, em um estudo mais minucioso, pode-se tentar compreender quais destes grupos de trabalhadores foram os mais afetados, em relação à perda de sua ocupação pela crise sanitária. É bem claro que o resultado tende a ser pior, à ocasião de crises econômicas (e neste caso a crise sanitária está intrinsecamente conectada a restrições econômicas) para o trabalhador que possui menos amparo legal e jurídico, ou seja, os informais.

Tabela 2 – Taxa de ocupação de trabalhadores com e sem carteira – Brasil.

	Estimativas dos trimestres (mil)			Variação em relação ao tri 2020/1		Variação em relação ao tri 2019/2	
	2019.2	2020.1	2020.2	Diferença	VAR%	Diferença	VAR%
Setor privado (exclusive trabalhador doméstico)	44713	44119	38793	-5327	-12,1%	-5920	-13,2%
Com carteira	33213	33096	30154	-2942	-8,9%	-3059	-9,2%
Sem carteira	11500	11023	8639	-2385	-21,6%	-2861	-24,9%
Trabalhador doméstico	6254	5971	4714	-1257	-21,0%	-1540	-24,6%
Com carteira	1779	1640	1411	-229	-13,9%	-368	-20,7%
Sem carteira	4476	4331	3303	-1028	-23,7%	-1173	-26,2%

Fonte: PNAD – IBGE;
Elaboração: PNADC

A tabela acima apresenta justamente este panorama, no qual quase um quarto dos trabalhadores informais do país deixaram de se ocupar no segundo trimestre de pandemia.

Além da situação do desmonte parcial do mercado de trabalho durante o período em questão, no qual muitos ficaram desempregados e conseqüentemente sem renda, aqueles que ainda se mantinham na faixa de população ocupada viram seus rendimentos variarem.

Para aqueles que trabalhavam por conta própria e estavam de certa forma mais suscetíveis a riscos, dada a ausência dos amparos que o emprego formal costuma trazer, a renda encolheu, os rendimentos médios alcançados foram de 60% dos comuns antes da pandemia, um valor de R\$1092,12, conforme Rodrigo Sacchet de Carvalho (Carta de Conjuntura, Ipea, n 51)

“à medida que os trabalhadores informais e por conta própria foram retornando ao mercado de trabalho,³ o rendimento habitual médio foi se reduzindo, saindo de um pico de R\$ 2.638 no trimestre móvel encerrado em setembro para R\$ 2.521 no trimestre móvel encerrado em janeiro de 2021, como mostra o gráfico.” (Carvalho, Sacchet; 2021, p.3)

No gráfico abaixo, extraído da Carta de Conjuntura do Ipea, conseguimos observar mais detalhadamente os impactos na queda dos rendimentos habituais médios durante a pandemia.

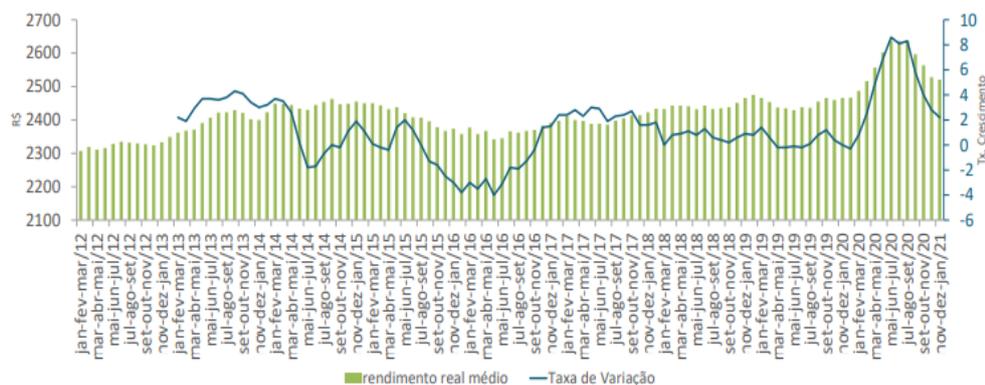


Figura 5 – Rendimento habitual médio – valor absoluto e taxa de variação interanual.

Fonte: PNAD – IBGE; Elaboração PNAD

Desse modo, fica claro que o mercado de trabalho foi mais um dos âmbitos econômicos afetados pela economia, ao passo que as taxas de ocupação caíram consideravelmente, principalmente para os mais desamparados.

Ainda, o mercado de trabalho informal e por conta própria também sofreu com as deteriorações dos rendimentos habituais destes trabalhadores, que não apresentaram melhoras até os dados de janeiro de 2021. Esse ponto corrobora não só para uma deterioração da mão de obra e conseqüentemente do mercado, mas também para severas conseqüências econômicas.

B. Câmbio

Ao passo que a pandemia dava suas caras e começava a assustar os investidores, empreendedores, políticos e bancários mundo afora, o sentimento de aversão a risco tomava conta dos mercados globais.

No entanto, conforme a visão do professor Rubens Penha em sua matéria na Revista de Conjuntura Econômica (2018), existem fatores que são pontos-chave na determinação das intensidades de aversão ao risco, ou melhor, na criação de um “pesadelo”, conforme ele mesmo cita:

“Países que conjugam metas de inflação a câmbio flexível em ambiente de leniência fiscal e relação dívida pública/ PIB muito elevada, com vencimentos em curtos períodos de tempo, estão sempre sujeitos a um possível pesadelo” (CYSNE, 2018, p.2)

O Brasil, país que é objeto de estudo deste artigo, passou a satisfazer as condições supracitadas durante a pandemia, ao passo que era fundamental gastar para frear a disseminação do vírus e dar assistência e suporte à população necessitada. Assim, viu-se oscilações cambiais de grande intensidade durante a crise sanitária e econômica.

Enquanto isso, de modo a proteger seu patrimônio de grandes movimentações, os investidores globais buscaram economias com riscos de crédito e liquidez baixos ou quase nulos, migrando para moedas fortes respaldadas por instituições monetárias transparentes e confiáveis - ideia essa exposta por Keynes, que afirma que a eficiência da política monetária é umbilicalmente conectada a sua credibilidade (BRESSER-PEREIRA, 2021).

Nesse cenário, o real foi uma das moedas que mais se desvalorizaram durante o primeiro ano de pandemia em 2020. No gráfico abaixo, conseguimos observar o comportamento do câmbio USD/BRL desde 2007, evidenciando uma forte depreciação cambial com alguns intervalos curtos de apreciação.

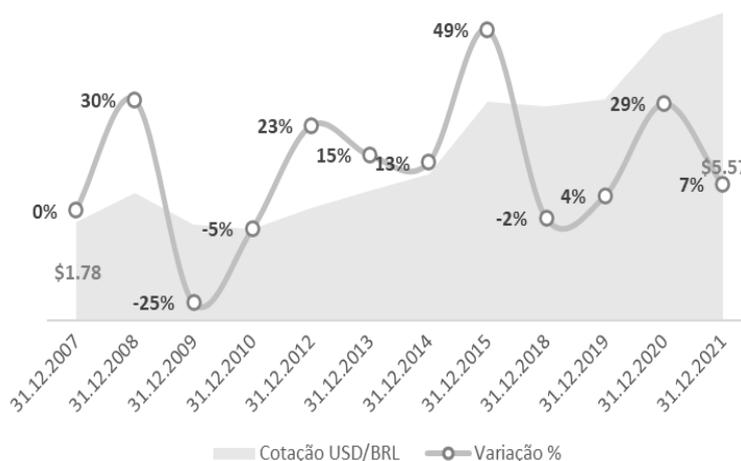


Figura 6 – Cotação USD-BRL e taxa de variação de 2007 a 2021.

Fonte: Investing; Elaboração Própria

Trazendo ao recorte específico da pandemia, no ano de 2020 o dólar teve uma valorização interanual de 29% e saiu de um patamar de R\$4,01 para R\$5,57 ao fim de 2021.

Abaixo é possível observar que no ano de 2020 o Real foi a sexta moeda que mais se desvalorizou no mundo, acima, ainda, de países como Etiópia e Bielorrússia.

Para entender essa depreciação cambial deve-se retomar a aversão ao risco e seus principais componentes que ditam sua intensidade, conforme exposto por Roberto Cysne (2018). Além disso, é fundamental manter em mente, também, a proposição keynesiana de que a eficiência de qualquer política monetária se associa, primeiro, à credibilidade monetária.

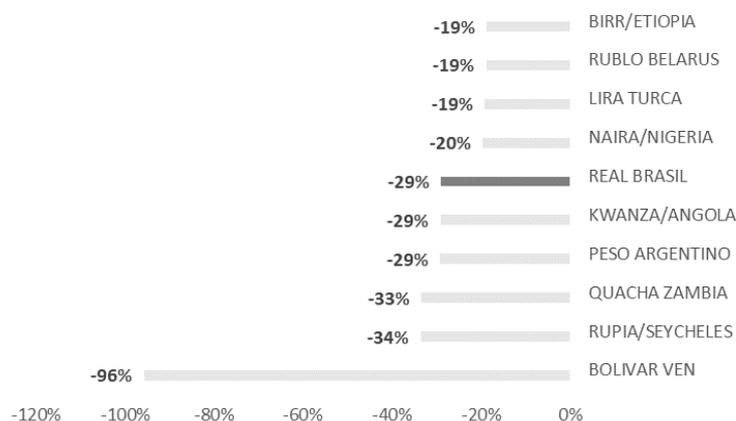


Figura 7 – Moedas que mais se desvalorizaram em 2020, em ordem.

Fonte: Investing; Elaboração Própria

De modo a enxergar a aversão a risco do investidor estrangeiro na pandemia, abaixo, observamos o fluxo de saldo entre entrada e saída de capital estrangeiro da B3 (bolsa de investimentos brasileira), criado pela XP Investimentos.



Figura 8 – Saldo acumulado de estrangeiros na bolsa em R\$

Fonte: XP Investimentos; Elaboração: XP Asset

Em análise mais específica, é possível observar que no mês de março/20, momento em que a pandemia chegou ao Brasil e ao mundo com maior contundência, os saldos acumulados caíram drasticamente, atingindo a mínima em agosto/20.

Em paralelo a isso, o país mergulhava em uma crise, quiçá, sem precedentes, no qual garantir políticas assistencialistas e focar no bem-estar social da população era imprescindível. Para tanto, foram desenvolvidos projetos de auxílio financeiro, como o chamado “Auxílio Emergencial”.

De outro lado, empresas e outros estabelecimentos comerciais tinham seu funcionamento restringido e a atividade econômica era enfraquecida ainda mais, diminuindo, conseqüentemente, a produtividade econômica.

Foi em meio a esse aumento de gastos e encolhimento da atividade (PIB), que o endividamento apresentado pela relação Dívida/PIB cresceu 14,5% em 2020, como mostra o quadro abaixo.

Tabela 3 - Dados dos principais indicadores da Dívida Pública 2013 - 2020

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
DBGG⁵	2,74	3,25	3,92	4,37	4,85	5,27	5,50	6,61
DLSP⁶	1,62	1,88	2,13	2,82	3,38	3,69	4,04	4,67
	(%PIB)							
DBGG	51,5	56,3	65,5	69,8	73,7	75,3	74,3	88,8
DLSP	30,5	32,6	35,6	46,1	51,4	52,8	54,6	62,7

Fonte: Banco Central do Brasil; Autoria: Glauco Fonteles Oliveira e Silva

Mais uma evidência de que aqui o risco país era significativamente mais elevado. Até mesmo em uma análise que foge aos termos nominais, o aumento da DBGG (dívida bruta do governo geral) ano contra ano traz reflexões e questionamentos acerca do futuro da economia do país, corroborando para a situação cambial vivenciada.

Em meio a essa forte depreciação cambial, que desde janeiro de 2020 até dezembro de 2021 chegou a quase 30%, as consequências não ficaram somente restritas ao balanço de pagamentos nacional.

Em decorrência do comportamento cambial brasileiro e a outros fatores que serão aprofundados a seguir, a inflação passou a mostrar suas garras e corroer o poder de compra dos cidadãos brasileiros. Ao fim de 2021, a inflação medida pelo IPCA apresentou aumento de 10,06% no ano. Enquanto isso, o IGP-M, índice responsável pela indexação de contratos de aluguéis, principalmente, finalizou o ano com uma alta de 17,78%.

C. Inflação

O problema da inflação no Brasil se apresenta como uma doença crônica, que marcou gerações e foi enfrentado por planos econômicos diversos, que partiam de caminhos, proposições, objetivos e métodos diferentes. Porém, foi o Plano Real que conseguiu refrear de maneira mais pujante e ditar novos rumos para a inflação na economia brasileira.

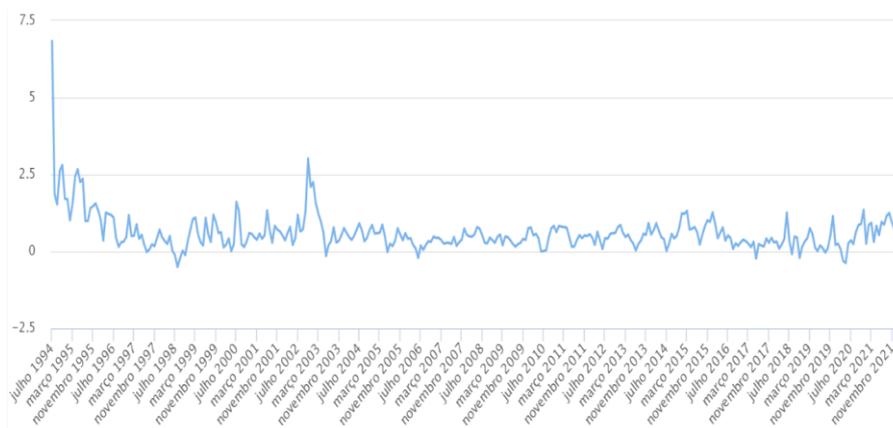
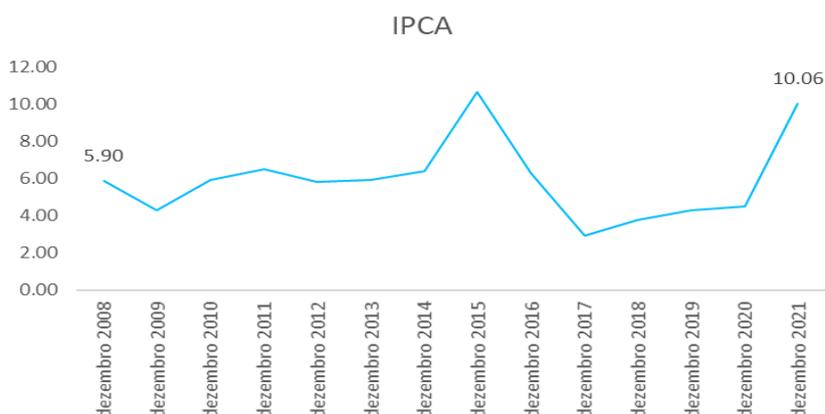


Figura 9 – Variação Mensal (%) do IPCA desde o Plano Real.

Fonte: PNAD – IBGE; Elaboração: PNADC

O gráfico acima, extraído da PNAD (Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios), mostra as variações mensais do IPCA desde 1994. Conforme supracitado e analisado na imagem, de fato, o Plano Real implementado em 1995 foi capaz de reduzir fortemente a aceleração da inflação e implementar novos patamares aos índices de preços na economia.

No recorte específico do artigo em questão, é possível observar que, durante março/20 e dezembro/21, o IPCA teve grandes oscilações. Partindo de um choque, entre março e julho de 2020 de desaceleração inflacionária, causado, principalmente, pela queda dos níveis de atividade econômica globais e acumulando sucessivas altas até o fim de 2021.



No gráfico acima é possível observar que, após um intervalo de quase seis anos, o IPCA voltou a casa dos 10%.

Dentre os principais causadores desse processo de alta, o boletim Macroeconômico da FGV atribui o principal catalisador da inflação aos itens energéticos:

“destacando-se, pela relevância em peso, gasolina (51,1%), energia (30,4%), etanol (67,4%) e gás de botijão (36,2%). Esses quatro itens consomem em média 10% do orçamento familiar e suas contribuições somadas respondem por 47% da inflação acumulada no ano.” (Braz, 2021, p.2)

Ainda, o boletim em questão expõe também as pressões inflacionárias exercidas pelos alimentos, principalmente a carne bovina e o frango, que chegaram a aumentar 13,6% e 24%, respectivamente.

De acordo com André Braz, a inflação dos alimentos é de difícil controle, dado que é pouco sensível aos choques propostos pela política monetária uma vez que os alimentos estão sujeitos a diversas variáveis exógenas em sua formação de preços. A título de exemplo, o economista cita que um dos fortes causadores da elevação do preço da carne bovina é o aumento no valor das rações de milho e soja, que se inflacionaram dada a crise hídrica.

Por fim, é inevitável não citar a indexação econômica principalmente de contratos de aluguel, mensalidades escolares e salários como fortes contribuintes para a manutenção de um processo de alta nos preços. Neste ponto, é importante que a autoridade monetária redobre sua atenção para os anos seguintes, que já antecipam uma inércia inflacionária retroalimentando uma inflação que já se demonstra implacável. (BRAZ, 2021)

III. Organização do Relato: A Política Monetária no Contexto Pandêmico

Na conjuntura econômica demonstrada acima, com a) problemas em relação a empregabilidade e a queda dos níveis de renda, sobretudo para o setor informal, b) desvalorização

cambial ao passo que a aversão ao risco se instalava no país e no mundo e c) com a inflação avançando e contribuindo para a corrosão do poder de compra do brasileiro, acelerando o processo de desigualdade social, a política monetária se tornava um instrumento fundamental para combater ou ao menos contrapor o quadro local.

O contexto de baixos níveis de produto, com elevado desemprego não eram novos para o cenário econômico brasileiro, desde 2015 o cenário de estagnação parecia rondar a economia local (PEREIRA, BRESSER; 2021). Não à toa o banco central já emplacou uma série de expansões monetárias de modo a incentivar o processo econômico e sobretudo fomentar o investimento produtivo, visando criar maiores oportunidades de empreendimentos e, conseqüentemente, de emprego.

Naquele momento, a política monetária passava a adotar uma postura atípica para o *modus operandi* local. O ciclo de redução da taxa básica de juros, a SELIC, iniciou em 2016, e foi se encerrar somente em 2021 - como mostra a figura 1 - com a volta dos temores inflacionários, ao passo que o IPCA chegava a 6,10%.

A fuga aos padrões de política monetária que o Banco Central passava a implementar no país via taxa de juros fica evidente quando se observa os níveis de juros básicos reais para o Brasil.

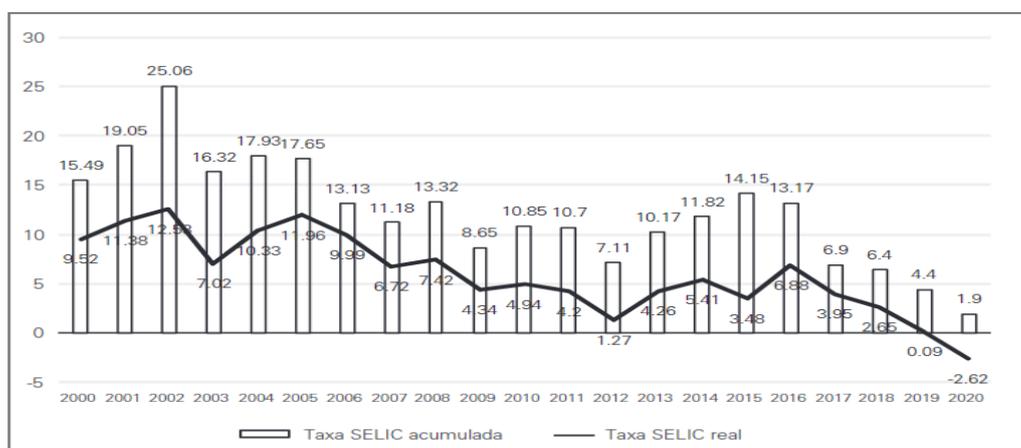


Figura 11 – Taxa Selic Nominal e real (%) de 2000 até 2020.

Fonte: Banco Central do Brasil; Elaboração: Bresser Pereira

O gráfico acima faz menção aos níveis de taxa de

juros SELIC acumulada e Taxa SELIC Real, em amostragem de 2000 até 2020. No recorte do artigo, ou seja, de 2020 e 2021, a taxa SELIC Real atinge os menores patamares, chegando pela primeira vez em 25 anos ao nível negativo, -2,62%.

É válido expor, de modo a contextualizar o leitor, que políticas monetárias conhecidas como *NIRP* (*Negative Interest Rate Policy*), nas quais a taxa de juros **nominal** é negativa, eram implementadas por alguns bancos centrais, como era o caso do Banco central do Japão, da Dinamarca e do Banco central Europeu após anos da crise de 2008 (BECH, 2016)

Antes deste movimento dos bancos centrais de economias desenvolvidas, muitos economistas acreditavam que em períodos de inflação persistentemente baixa, o estímulo da economia pela via monetária se esgotava assim que as taxas básicas de juros atingiam o alvo zero (CANDIDO, 2021).

No entanto, essa via de condução monetária que é bastante irreal para o Brasil, que apresenta atualmente severas consequências por operar suas taxas de juros em patamares reais negativos, era, portanto, realidade para alguns Bancos Centrais de países desenvolvidos.

De volta a temática central do artigo, a Política Monetária da pandemia e com a extinção dos prêmios em relação a inflação para os anos de 2020 e 2021 escancararam estratégia do Banco Central Brasileiro, via Copom, de manter ou estimular o produto na economia diante de uma crise econômica e sanitária.

Essa estratégia foi amplamente delimitada a partir de agosto de 2020, quando o Copom (Comitê de Política Monetária) passou a adotar um *forward guidance* para estabelecer qual seria o curso futuro da condução monetária no país diante da pandemia (Banco Central do Brasil, 2021), ao passo que as taxas de juros já atingiam a meta de 2% ao ano naquela reunião.

O *forward guidance* é uma ferramenta de adoção comum por bancos centrais diversos, que estabelece que existe um comprometimento da autoridade monetária sobre futuras decisões e ações dos comitês de Política Monetária. Como a própria tradução expõe, o *FG* é uma orientação dos passos que serão dados adiante, quando se trata de política monetária.

Desse modo, ficava estabelecido que, à médio prazo, a política monetária seguiria no patamar que se encontrava naquele momento, com juros inalterados, até que outras variáveis observadas tivessem alterações significativas, principalmente a inflação.

As taxas de juros que sinalizaram a meta de 2% em agosto, seguiram inalteradas até janeiro de 2021. Já o *forward guidance* foi mantido até dezembro de 2020, ao passo que as expectativas de inflação para o ano seguinte já se demonstravam muito diferentes do que eram na implementação de tal ferramenta, conforme mostra o gráfico abaixo extraído do Boletim Focus.

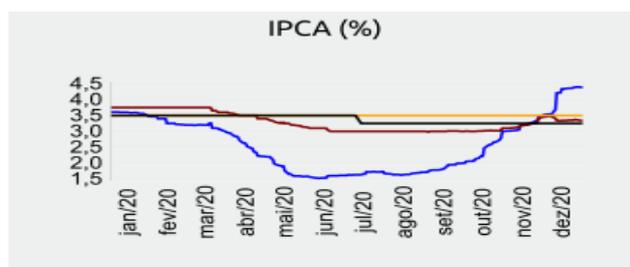


Figura 12 – Variação do IPCA em 2020.

Fonte: *Boletim Focus*; Elaboração: Banco Central do Brasil

Neste ponto, o Boletim Macroeconômico da FGV – Ibre de 2020 contribuiu trazendo a interlocução da depreciação da moeda local como condicionante de um possível aumento de preços no ano de 2021.

“A longa fase de depreciação do real, bem como o choque inflacionário que afetou a economia brasileira neste segundo semestre, acabou prejudicando o comportamento das variáveis relevantes, a ponto de analistas e participantes de mercado passarem a discutir se as projeções de inflação para 2021 estavam ou não se revelando “suficientemente próximas” da meta de 3,75%. A conclusão é que tal quadro estava prestes a ficar bem delineado, o que, de acordo com o formalmente estabelecido, significaria cancelar o forward guidance.” (BRAZ, 2020, p.6)

Justamente, conforme explorado na seção de elementos empíricos na subseção B) Câmbio, essa variável contribuiu diretamente para a elevação dos índices de preços. Em paralelo, é possível notar também a partir do estudo empírico prévio na mesma seção, que o câmbio e a inflação não demonstraram sinalizações relevantes de desaceleração com o tom mais *hawkish* que o Copom passou a adotar após o fim do FG, pelo menos não no recorte proposto.

No gráfico abaixo, pode-se observar empiricamente como o diferencial de juros afetou diretamente o nível cambial brasileiro em relação ao dólar. Diferencial de juros esse que corresponde à diferença do piso⁵ da taxa Selic, ou seja, a taxa mínima exigida pelos agentes para que não haja uma fuga de capitais e a taxa Selic meta, praticada e definida pelo Copom. (LARA, 2021)

⁵ O piso é calculado com base em informações do risco país, de acordo com o risco de *Default* trazido pelo Credit Default Swap (CDS) e de rendimentos externos, no caso utilizou-se o Federal Funds Rate (FFR). Finalmente, calcula-se Selic – (FFR + CDS).

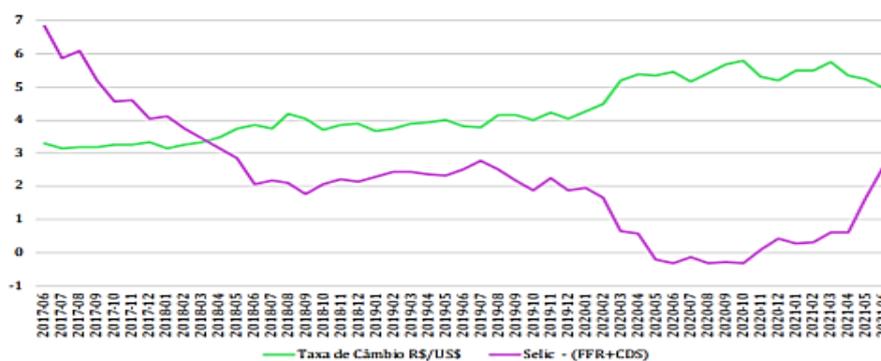


Figura 13 – Taxa de Câmbio e diferencial de juros no Brasil.
 Fonte: Nota de Política Econômica; Elaboração: Braga

Simplificadamente, para atrair capital externo, a rentabilidade dos ativos domésticos em moeda local, no caso o Real (R\$) precisam ser suficientes para superar a rentabilidade dos ativos externos e do prêmio de risco brasileiro, ou seja, ao menos, apresentar um valor de diferencial de juros positivo. (BRAGA, 2021)

No patamar que o gráfico acima apresenta, durante os meses de maio a novembro de 2020, até onde vigorou o *FG*, a taxa diferencial local de juros trafegou em campo negativo e afastou o capital estrangeiro, não compensando o prêmio de risco pela rentabilidade dos ativos brasileiros, intensificando a evasão de divisas no país e a depreciação do câmbio.

De fato, é evidente que a Política Monetária adotada pelo Banco Central para estimular a economia durante a crise sanitária e econômica da COVID-19 depreciou significativamente o câmbio em meio a uma situação de aversão ao risco global. No entanto, entender o porquê dessa depreciação cambial ter se dado de maneira ainda mais severa em um dos mais influentes países emergentes do mundo, requer uma avaliação mais focal, conforme traz graficamente a Nota de Política Econômica da FEA (2021).

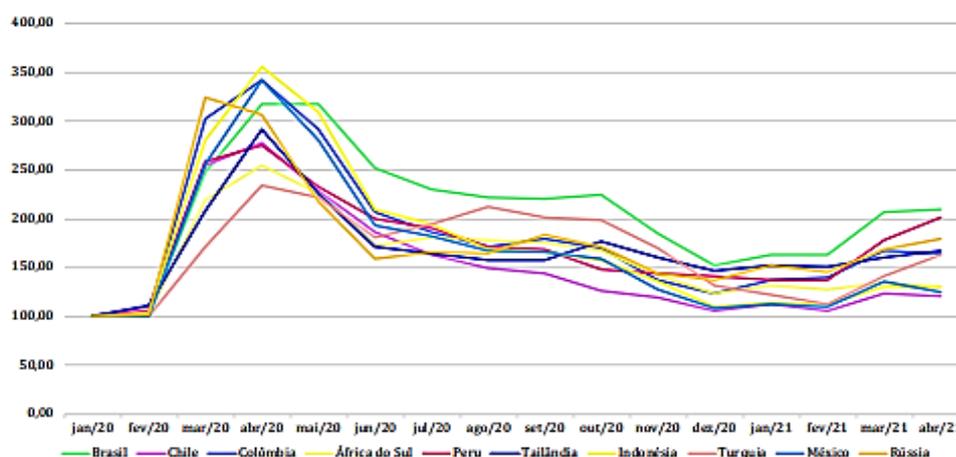


Figura 14 – Variação do CDS de países emergentes durante a Pandemia.

Fonte: Nota de Política Econômica; Elaboração: Braga

O gráfico acima traz a variação do CDS de países emergentes durante a pandemia, que é um derivativo negociado principalmente para *hedge* acerca da possibilidade de *default* no pagamento de títulos públicos por parte das economias globais.

Conforme é possível observar, desde maio-20 o CDS brasileiro esteve acima do CDS de outras economias emergentes, o que certamente corroborou para que o Real (R\$) fosse a sexta moeda que mais desvalorizou em todo o mundo no ano de 2020. Isso, pois, o CDS é uma das variáveis incorporadas no cálculo de diferencial de juros que aumenta a exigência de uma Selic Meta mais elevada, o que fez, assim, com que se exigisse uma maior rentabilidade pelos ativos locais por parte dos investidores e agentes econômicos.

No que tange ao câmbio, fica evidente que a política do Banco Central de reduzir os juros domésticos a um patamar abaixo, ainda, das taxas praticada no mercado externo quando incorporado o prêmio de risco (conforme mostra o diferencial de juros) foi preponderante para a situação cambial, ao passo que, além da fuga de capitais de países periféricos para o dólar em um momento de aversão ao risco global, o investidor internacional agora também não se sentia atraído pelas taxas praticadas e rendimentos oferecidos no mercado brasileiro (BRAGA, 2021).

Um dos diversos problemas que a depreciação cambial pode trazer a um país diz respeito à inflação. Ao passo que produtos importados exigem maior dispêndio para a importação e são repassados aos consumidores por um preço maior do que fora anteriormente.

Conforme apresentado na seção dois na subseção C), que fala a respeito da inflação, o índice de preços ao consumidor amplo (IPCA) acumulou mais de 10% de alta no ano de 2021, como mostra a Figura 10.

Dentre um motivo muito claro para a literatura e destacado nas atas do Copom e nos Boletins da FGV – Ibre para a aceleração dos níveis de preço, é a valorização das Commodities no cenário macroeconômico global.

O artigo de Fernando Lara (2021) traz uma análise interessante acerca do preço das commodities, indicado pelo índice de Commodities do Banco Central em Real (R\$) e uma hipótese contrafactual, que apresenta o valor do índice em Real (R\$) caso o comportamento

cambial brasileiro seguisse a variação cambial média apresentada por uma cesta de moedas de países emergentes.

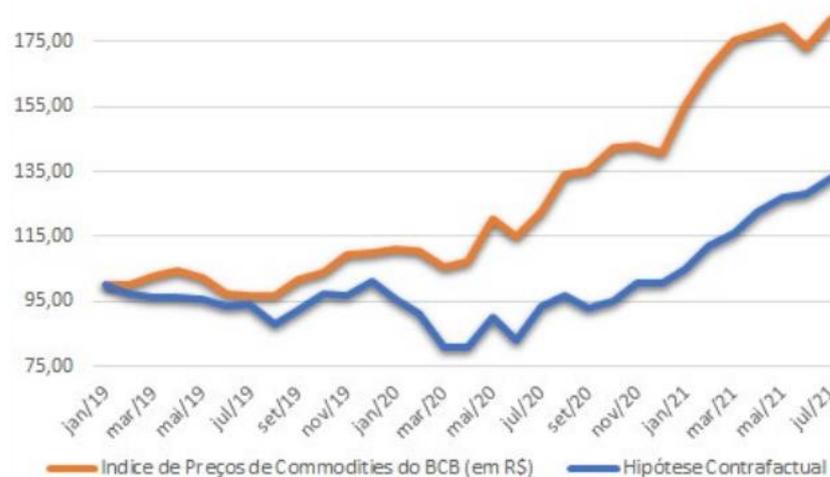


Figura 15 – Índice de Preço de Commodities.

Fonte: Banco Central do Brasil; Elaboração: Fernando Lara

De acordo com o gráfico, seguindo o comportamento cambial da cesta de moedas de países emergentes ainda assim o índice de preços das commodities do Banco Central apresentaria alta considerável, à ordem de 33%. Enquanto isso, na linha laranja observa-se que esse mesmo índice teve uma variação de 82% por ser cotado em real.

A condução monetária e sobretudo no momento de vigência do *FG* são justamente os períodos no qual a oscilação do índice em Reais (R\$) é bastante positiva. Enquanto isso, diversos eram os argumentos que reafirmavam que a postura monetária do Banco Central era uma tentativa de estimular a atividade econômica, fortalecer a empregabilidade e aumentar o nível de produto. Porém, o resultado foi uma expressiva alta no preço das commodities, gerando uma pressão sobre o nível de preços da economia local. (LARA, 2021)

Finalmente, cabe olhar para os resultados obtidos pela política monetária praticada durante o ano de 2020 e 2021 no mercado de trabalho e para o nível de renda dos trabalhadores. Conforme já exposto pelo Tabela 2 na seção II subseção A), ser combatido ou ao menos amenizado dentro da política econômica brasileira.

Decerto, estimular o mercado de trabalho através do estímulo à atividade econômica é uma prática comum e parece ter sido adotada pela autoridade monetária brasileira. No entanto, durante o período do *FG*, os estímulos monetários pouco fizeram pelo produto da

economia local, conforme pode ser observado no trecho abaixo, retirado do Boletim Macroeconômico da FGV, divulgado em dezembro de 2020:

“[...] no quarto trimestre, em conjunto com a aceleração da inflação, as incertezas relacionadas ao aumento do número de casos de Covid-19 e à recuperação do mercado de trabalho, já provoca queda do ritmo de crescimento econômico.” (MIRANDA, 2020, p.3)

Naquele momento a aversão ao risco parecia de fato não dar tréguas, enquanto as medidas de distanciamento social geravam fortes impactos econômicos e dificultavam uma recuperação.

Abaixo pode-se observar a Figura 16 que apresenta a variação mensal da taxa de desemprego entre 2019 e 2021. Ainda, na Figura 17, logo abaixo, o leitor pode verificar o exato período de aplicação do forward guidance para facilitar a interlocução entre a política monetária do período e as oscilações no mercado de trabalho.



Figura 16 – Taxa de Desemprego no Brasil de 2019 a 2021.

Fonte: PNAD; Elaboração: FGV-Ibre

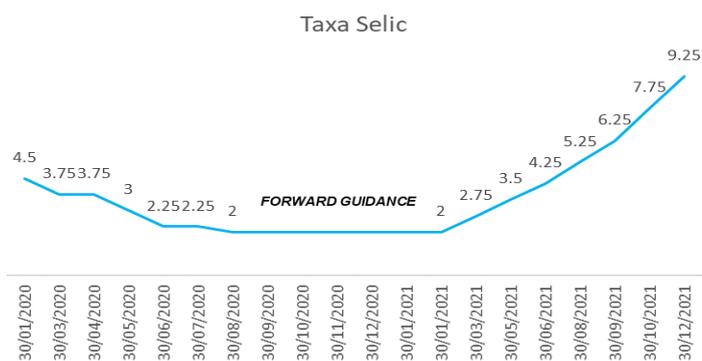


Figura 17 – Taxa Selic no Brasil de 2020 a 2021.
 Fonte: Banco Central do Brasil; Elaboração Própria

Mais uma vez é possível observar que a política monetária pouco produziu quanto aos níveis de desemprego durante a pandemia, uma vez que, durante o período do FG e adiante, enquanto os efeitos da política monetária ainda vigoravam, fica evidente poucas alterações nas taxas de desemprego. No caso, as reduções significativas da taxa de desemprego acontecem justamente quando, de acordo com a Figura 2, a taxa Selic passa a aumentar, somente ao fim da utilização do mecanismo de FG.

Muitos fatores parecem ter sido deixados de lado pelo Copom na determinação de sua política monetária e na adoção do FG. Em um cenário de pandemia em um país que: 1) adota uma política de pareamento do preço dos combustíveis aos preços internacionais do petróleo, 2) que não existe política de estabilização de preços para alimentos, 3) que apresentava alto nível de desempregados, fomentar a atividade econômica a partir de uma política monetária totalmente atípica e sem olhar para o cenário econômico externo, pareceu precipitado e acabou por encurralar a população em mais um forte processo inflacionário (LARA, 2021)

Ao fim do ano de 2021, já com uma maior estabilidade sobretudo do mercado de trabalho e da atividade econômica, a política monetária praticada durante a pandemia ainda ressoava. Em dezembro de 2021, com o IPCA a 10%, o Copom fazia sua última reunião anual e deixava claro que “a estratégia apropriada é fazer o ciclo de aperto monetário avançar ‘significativamente em território contracionista’” (SENNA, 2021)

IV. Considerações Finais: Conclusões Acerca das Análises Empíricas do Relato

A partir das análises empíricas propostas pelo relato, fica clara a estratégia adotada inicialmente pelo Banco Central com o surgimento da pandemia: manter seu ciclo de redução da Taxa Selic iniciado em 2016 durante a crise econômica e sanitária, à fim de preservar ao máximo o produto e a renda do Brasil.

De fato, não somente o banco central brasileiro adotou tal política. Países desenvolvidos que já possuem maior familiaridade com taxas de juros nominalmente baixas ou até mesmo negativas (NIRP) seguiram com a manutenção ou redução de suas taxas.

No entanto, contextualizando o Brasil como o país emergente que é e analisando-o junto aos outros países em mesmo contexto durante a pandemia, a grande depreciação da

moeda local frente aos pares espanta. Fato esse que corrobora com a ideia de que a condução da política monetária na pandemia pode não ter sido a mais adequada.

É importante destacar também a aversão ao risco como forte catalisadora do cenário adverso vivenciado durante a pandemia. Na ocasião, a elevação da DBGG (Tabela 1), menor patamar histórico para a taxa Selic e pouca atratividade enquanto economia emergente, resultou em uma elevação do CDS (Figura 14) e, conseqüentemente, levou o diferencial de juros ao patamar negativo (Figura 13).

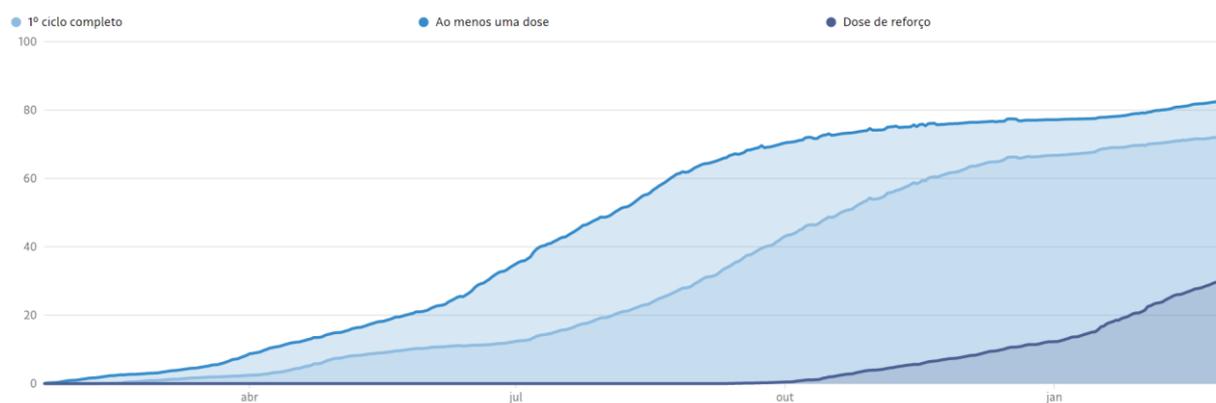
Além disso, pouco responderam os índices de empregabilidade durante o ciclo monetário extremamente expansivo e distante do *modus operandi* tradicional. Neste cenário, o trabalhador informal foi impactado de maneira ainda mais intensa (Tabela 2), dados os poucos respaldos legais. A taxa de desemprego (Figura 16), por sua vez, só apresentou queda a partir do momento em que a atividade econômica retomava com mais intensidade, com o avanço da vacinação⁶ e não em razão das práticas monetárias.

Por fim, com o câmbio fragilizado e em contínua desvalorização, com uma taxa Selic pouco coerente com o risco local e, portanto, nada atrativa aos investidores, os produtos e principalmente as commodities (Figura 15) negociados em moeda estrangeira se valorizavam fortemente, reforçando a alta no nível de preços (Figura 10).

Desse modo, o fracasso total da Política Monetária empregada durante a pandemia, sobretudo com a ferramenta do forward guidance suscita a ideia de que o Banco Central não estimou a dimensão correta da crise econômica e sanitária global que se passava. Ainda, subestimou a aversão ao risco em todo o mundo e conseguiu elevar o risco nacional acima da média dos emergentes, aumentando uma já iminente fuga de capital estrangeiro (Figura 8), catalisando o processo de depreciação cambial (Figuras 6 e 7) e reforçando o processo inflacionário (Figura 10).

⁶ Vide Anexo.

ANEXO



Anexo 1 – Gráfico de evolução da vacinação contra COVID-19 no Brasil.
Fonte: Folha de São Paulo; Elaboração: Folha e Consórcio de Veículos de Informação

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ALEGRE, P. UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS DEPARTAMENTO DE ECONOMIA E RELAÇÕES. [s.l: s.n.].

ALÉM, A. C. D. DE.; GENTIL, D. LOBATO.; MESSEMBERG, ROBERTO. Crescimento econômico : produto potencial e investimento. [s.l.] IPEA, 2009.

Ata da 228ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil 4 e 5 de fevereiro de 2020. . [s.l: s.n.].

Ata da 230ª Reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil 5 e 6 de maio de 2020. . [s.l: s.n.].

BLANCHARD, O. et al. **NBER WORKING PAPER SERIES FISCAL DOMINANCE AND INFLATION TARGETING: LESSONS FROM BRAZIL.** [s.l: s.n.]. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w10389>>.

BLANCHARD, O. **Monetary Policy; Science or Art?** [s.l: s.n.].

BRAGA, J.; TONETO, R.; CARVALHO, L. **Nota de Política Econômica A montanha-russa do câmbio: o que explica a desvalorização e a valorização do Real durante a pandemia?** [s.l: s.n.]. Disponível em: <<https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/21051>>.

BRIDI, M. A. A pandemia Covid-19: crise e deterioração do mercado de trabalho no Brasil. **Estudos Avancados**, v. 34, n. 100, p. 141–165, 1 jan. 2020a.

CENTRAL DO BRASIL, B. **Estimação dos efeitos do forward guidance na curva de juros.** [s.l: s.n.].

DE MENEZES BARBOZA, R. Taxa de juros e mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 35, n. 1, p. 133–155, 2015.

LARA, F. M. **A exagerada, insustentável e efêmera redução da taxa de juros no Brasil 23 de setembro de 2021.** [s.l: s.n.].

LOUREIRO, M. R.; CALABREZ, F. State capacity and public debt in Brazil: The case of the National Treasury. **Revista de Sociologia e Política**, v. 28, n. 75, p. 1–18, 2020.

MUZZETTE, M.; COSTA, D. A. **FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS ESCOLA DE ECONOMIA DE SÃO PAULO A RELAÇÃO DAS POLÍTICAS MONETÁRIA E FISCAL NO BRASIL: UMA ABORDAGEM EMPÍRICA.** [s.l: s.n.].

PINHEIRO, A. C.; MATOS, S. **Ano novo, velhos e novos desafios**. [s.l: s.n.]. Disponível em: <<https://blogdoibre.fgv.br/posts/contracao-do-pib-ciclico-em-2022>>.

PINHEIRO, A. C.; MATOS, S. **Ano novo, velhos e novos desafios**. [s.l: s.n.]. Disponível em: <<https://blogdoibre.fgv.br/posts/contracao-do-pib-ciclico-em-2022>>.

QUEVEDO DO AMARAL, R.; LUIS OREIRO, J. **A RELAÇÃO ENTRE O MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA E A POLÍTICA MONETÁRIA NO BRASIL ***. [s.l: s.n.].

ROBERTO DA COSTA VIEIRA, P.; CARLOS MAGALHÃES DA SILVA, A.; MACIEL DA SILVEIRA, A. **Transparência e Reputação: O Caso do Banco Central do Brasil**. [s.l: s.n.].

SACCHET DE CARVALHO, S.; DE TRABALHO, M. **NÚMERO 51-NOTA DA CONJUNTURA 4-2 ° TRIMESTRE DE 2021**. [s.l: s.n.]. Disponível em: <<https://www.ipea.gov.br/portal/>>.

SERRA FERNANDES, B. **Comitê de Política Monetária-Copom 237^a**. [s.l: s.n.].

TOURINHO, O. A. F.; DE OLIVEIRA BRUM, A. F. Políticas fiscais para estabilização da dívida pública: Uma abordagem de equilíbrio geral aplicada ao Brasil. **Estudos Economicos**, v. 50, n. 1, p. 5–42, 1 jan. 2020.