

**UNIVERSIDADE ESTADUAL DO SUDOESTE DA BAHIA  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS  
COLEGIADO DO CURSO DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO**

**LUIZ FELIPE DE SANTANA PEREIRA ROCHA**

**TAXA DE JUROS E INFLAÇÃO DURANTE A PANDEMIA DE COVID-19:  
AVALIANDO A RESPOSTA ECONÔMICA DO BRASIL**

**VITÓRIA DA CONQUISTA – BA**

**2023**

**LUIZ FELIPE DE SANTANA PEREIRA ROCHA**

**TAXA DE JUROS E INFLAÇÃO DURANTE A PANDEMIA DE COVID-19:  
AVALIANDO A RESPOSTA ECONÔMICA DO BRASIL**

Trabalho monográfico apresentado ao Curso de Ciências Econômicas da Universidade Estadual do Sudoeste da Bahia, como requisito para aprovação na disciplina Monografia II.

**ORIENTADOR(A): DARCI RODRIGUES**

**VITÓRIA DA CONQUISTA — BA**

**2023**

R574t Rocha, Luiz Felipe de Santana Pereira.

Taxa de juros e inflação durante a pandemia de Covid-19: avaliando a resposta econômica do Brasil. / Luiz Felipe de Santana Pereira Rocha, 2023.

54f.

Orientador (a): Darci Rodrigues.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação), Universidade Estadual do Sudoeste da Bahia, Vitória da Conquista, 2023.

Inclui referências. F. 53 - 54.

1. política monetária - Pandemia Covid-19. 2. Inflação. 3. Contexto econômico. I. Rodrigues, Darci. II. Universidade Estadual do Sudoeste da Bahia. III. T

CDD:

330

*Catálogo na fonte:* Juliana Teixeira de Assunção CRB-5/1890  
UESB- Campus Vitória da Conquista – Ba.

## **FOLHA DE APROVAÇÃO**

## AGRADECIMENTOS

Ao concluir esta jornada significativa em minha vida acadêmica, é com imenso respeito e gratidão que reconheço todos aqueles que contribuíram para a realização desta monografia.

Em primeiro lugar, minha eterna gratidão à minha família, cujo amor, apoio e compreensão foram o alicerce em todos os momentos desta jornada. Vocês foram minha força e inspiração constantes, e sem vocês, nada disto teria sido possível.

Um agradecimento especial aos meus Orixás, guias espirituais que iluminaram meu caminho com sabedoria e proteção. Sua presença em minha vida tem sido uma fonte de força, coragem e paz interior.

Quero expressar minha imensa gratidão à minha amada, Clara, que esteve ao meu lado em cada etapa desta jornada. Sua presença constante, repleta de amor, encorajamento e compreensão, foi um farol de luz nos momentos mais desafiadores. Suas palavras de incentivo e seu olhar cheio de fé em minhas capacidades foram cruciais para manter minha determinação e foco. Querida, sua parceria, carinho e apoio incondicional não apenas enriqueceram minha vida pessoal, mas também foram essenciais para o sucesso deste trabalho acadêmico. A você, meu mais profundo amor e gratidão por tudo.

À minha querida amiga Daniele, sou eternamente grato pela inspiração e incentivo para cursar Economia. Sua convicção em meu potencial foi um dos pilares que me sustentaram nesta jornada acadêmica. Sua amizade e apoio foram fundamentais para que eu alcançasse este momento.

Ao meu amigo Paulo, minha profunda gratidão por todos os momentos de estudo compartilhados. Sua ajuda, conhecimento e companheirismo foram cruciais para o meu desenvolvimento acadêmico e pessoal. Agradeço imensamente por todas as horas dedicadas à discussão de ideias, esclarecimento de dúvidas e por estarmos juntos nos desafios que enfrentamos. Sua parceria foi um dos pilares essenciais para a realização deste trabalho.

Um agradecimento muito especial ao meu orientador, Professor Darci, cuja orientação, paciência e sabedoria não apenas refletem suas qualidades excepcionais, mas também simbolizam

a excelência do corpo docente da nossa instituição. Professor Darci, sua direção e apoio foram fundamentais na elaboração desta monografia. Agradeço-lhe por ser um farol de conhecimento e por representar, com tanta dignidade e competência, todos os professores que contribuíram para a minha formação acadêmica. Sua influência vai além deste trabalho, marcando profundamente meu percurso intelectual e profissional.

Por fim, estendo meu agradecimento a todos que, direta ou indiretamente, participaram desta jornada comigo. Cada um de vocês desempenhou um papel vital em minha trajetória, e por isso, sou profundamente grato.

## RESUMO

Esta monografia examina a resposta monetária do Brasil à crise da Covid-19, com foco na influência das taxas de juros reduzidas sobre a inflação crescente. O problema central investiga se a política expansionista de 2020, caracterizada por juros baixos, impulsionou a inflação durante a pandemia. Além disso, o estudo questiona a efetividade da taxa Selic como único instrumento de controle inflacionário em um contexto econômico incerto. Para analisar esta questão, a monografia revisa criticamente as atas do Comitê de Política Monetária (COPOM) entre 2020 e 2022, buscando entender as decisões e estratégias adotadas pelo Banco Central diante dos desafios econômicos da pandemia. Incorporando teorias econômicas, principalmente a visão keynesiana, o trabalho propõe uma avaliação das políticas monetárias brasileiras, suas implicações e limitações. O objetivo é oferecer uma visão complementar sobre como o Brasil manejou suas políticas monetárias em uma época de crise sem precedentes, contribuindo para um entendimento mais abrangente da gestão de crises econômicas.

**Palavras-chave:** Covid-19, inflação, política monetária.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

<b>Gráfico 1 - Taxa SELIC over anualizada, IPCA acumulado, Taxa SELIC real anualizada para o período de 2000 - 2022</b>	<b>39</b>
<b>Gráfico 2 - Evolução das projeções do BCB e das expectativas Focus para a inflação de 2021</b>	<b>43</b>
<b>Gráfico 3 - Selic real acumulada quatro trimestres à frente</b>	<b>45</b>

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO</b>	<b>9</b>
<b>1. A INFLAÇÃO E O REGIME DE METAS INFLACIONÁRIAS</b>	<b>13</b>
<b>1.1. Inflação</b>	<b>13</b>
<i>1.1.1. Conceito de inflação</i>	14
<i>1.1.2. Inflação de demanda</i>	15
<i>1.1.3. Inflação de custos</i>	16
<b>1.2. Inflação inercial</b>	<b>17</b>
<b>1.3. Política monetária e o regime de metas de inflação</b>	<b>18</b>
<b>1.4. Fundamentos da Política Monetária</b>	<b>19</b>
<i>1.4.1. Instrumentos convencionais da Política Monetária</i>	20
<i>1.4.2. Instrumentos não convencionais da Política Monetária</i>	21
<b>2. A DETERMINAÇÃO DA TAXA DE JUROS E A FORMAÇÃO DOS PREÇOS</b>	<b>23</b>
<b>2.1. A preferência por Liquidez de Keynes</b>	<b>23</b>
<i>2.1.1. A hipótese da não neutralidade da moeda e a determinação da taxa de juros</i>	25
<b>2.2. Fatores estruturais na inflação de economias em desenvolvimento</b>	<b>28</b>
<b>2.3. Limitações da Política Monetária no Controle da Inflação</b>	<b>30</b>
<b>3. A ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO E A PANDEMIA DO COVID - 19</b>	<b>35</b>
<b>3.1. A pandemia do covid - 19</b>	<b>35</b>
<b>3.2. O caso brasileiro e as críticas ao uso da taxa SELIC</b>	<b>37</b>
<b>3.3. A condução da política monetária no período pandêmico</b>	<b>41</b>
<i>3.3.1. O início da pandemia</i>	41
<i>3.3.2. O fim do forward guidance</i>	43

3.3.3	<i>O aperto monetário de 2022</i>	45
	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS</b>	<b>49</b>
	<b>REFERÊNCIAS</b>	<b>52</b>

## INTRODUÇÃO

Desde 2020, o mundo enfrentou desafios sem precedentes com a eclosão da pandemia da Covid-19. Em meio a essa conjuntura global, o Brasil, com sua economia emergente e complexidade sociopolítica, encontrou-se em uma posição particularmente delicada. Os impactos do vírus na saúde pública foram enormes, mas, paralelamente, as repercussões econômicas intensificaram debates e demandaram respostas rápidas e robustas das autoridades.

O distanciamento social, apontado como uma das principais estratégias de contenção do vírus, levou ao fechamento temporário de comércios e à reclusão da população. Essa pausa inesperada na atividade econômica levou a um efeito cascata no país: empresas viram sua produção estagnar, o desemprego começou a crescer e o consumo sofreu um revés. Em um país onde o fluxo econômico já é marcado por desigualdades e vulnerabilidades, os efeitos dessas mudanças foram amplificados.

O Brasil, nesse cenário, experimentou um choque dual de oferta e demanda. De um lado, a produção foi limitada pela falta de insumos e interrupção das cadeias produtivas. De outro, a capacidade de consumo da população foi reduzida pela incerteza econômica e pela redução da renda. Em meio a esse cenário instável, a inflação surgiu como uma preocupação central.

Antes da pandemia, a economia brasileira já se demonstrava instável, marcada por fragilidades e desafios estruturais significativos. Após uma recessão acentuada entre 2015 e 2016, o país vivenciou uma recuperação lenta e instável, com taxas de crescimento econômico modestas e persistentes desafios na geração de empregos. O mercado de trabalho, em particular, enfrentava dificuldades para se recuperar, evidenciado por altas taxas de desemprego e subemprego. Outras questões, como a elevada carga tributária e a complexidade do sistema fiscal, juntamente com a necessidade de reformas estruturais, como a previdenciária e a administrativa, questionavam a sustentabilidade fiscal do Brasil a longo prazo.

Um ponto notável do cenário econômico pré-pandêmico era a política de juros baixos adotada pelo Banco Central, com a taxa Selic atingindo o patamar histórico de 2% em termos nominais em 2020. Essa abordagem visava estimular o crescimento econômico, mas também refletia a cautela frente às incertezas econômicas e políticas do país. Apesar de a inflação estar sob controle antes da pandemia, a volatilidade histórica do Brasil nesse aspecto mantinha o

fenômeno como uma constante preocupação. O investimento estrangeiro era moderado, refletindo as incertezas que permeavam o ambiente econômico nacional. A dependência de commodities, embora vantajosa em períodos de alta nos mercados globais, também deixava o país suscetível a choques externos.

Esta conjuntura, já desafiadora, foi severamente agravada pela crise da Covid-19. A pandemia não apenas expôs, mas também intensificou os problemas preexistentes, desafiando de forma ainda mais aguda as políticas econômicas e sociais do país no enfrentamento das consequências da crise sanitária global.

Durante os anos pandêmicos, a inflação no Brasil emergiu como um claro indicador das tensões econômicas exacerbadas pela crise. As variações de preços, notadamente nos setores cruciais como alimentação e energia, evidenciaram os desequilíbrios gerados nesse período turbulento. Esse contexto pressionou o Banco Central do Brasil e outras entidades financeiras a adotarem medidas decisivas. Em resposta, políticas monetárias foram ajustadas com o objetivo de estabilizar a economia, controlar a inflação crescente e salvaguardar o poder aquisitivo da população, já enfraquecido pelos desafios pré-pandêmicos e agravado pelos impactos econômicos da pandemia.

Em um contexto marcado por desafios sem precedentes, este estudo apresenta uma problemática bifocal. Primeiro, indaga-se: "A política expansionista implementada pelo Brasil em 2020, com juros baixos e medidas de estímulo econômico contribuiu significativamente para o aumento da inflação durante a pandemia da Covid-19?". Em paralelo, a pesquisa visa questionar a eficácia do uso da taxa Selic como principal ferramenta de controle inflacionário, ponderando: "A dependência da taxa Selic como instrumento único de política monetária é a melhor abordagem para manejar as pressões inflacionárias em cenário de incertezas?"

Esta investigação adentra as particularidades da economia brasileira, uma esfera historicamente marcada por desafios com a inflação e pelo acúmulo de experiências de suas instituições financeiras em enfrentar choques econômicos. A pandemia global de Covid-19, contudo, representou um desafio singular, impulsionando uma avaliação crítica e necessária das políticas monetárias até então vigentes. Especial atenção é dada ao papel e à eficácia da taxa Selic, utilizada isoladamente como instrumento de controle inflacionário, em meio a uma crise que entrelaça questões econômicas e de saúde pública. Nesse contexto, surge a hipótese central deste trabalho: A condução da política monetária expansionista com taxas de juros reais negativas durante o ano de 2020, contribuiu de forma significativa para o abrupto crescimento da inflação nos períodos subsequentes.

Adicionalmente, vale ressaltar que o tecido social brasileiro, com suas vastas desigualdades, sentiu de maneira desproporcional os efeitos da pandemia. As respostas políticas e econômicas adotadas, portanto, não apenas miravam a estabilização da economia em um sentido macro, mas também buscavam aliviar as tensões sociais exacerbadas pelo contexto pandêmico. Essa dualidade, ao equilibrar estabilidade econômica e justiça social, influenciou diretamente as decisões e políticas monetárias adotadas.

Inicialmente, a discussão se concentrará na aplicação da taxa Selic como mecanismo de controle da inflação, analisando-a através da lente da teoria keynesiana. Explorando criticamente como esta abordagem econômica utiliza a taxa de juros como ferramenta chave na política monetária. A análise focará na interpretação keynesiana, considerando suas implicações e limites, com especial atenção ao cenário econômico de países em desenvolvimento como o Brasil. Esse exame detalha o ponto de vista da escola keynesiana sobre o impacto e a eficácia da política monetária e das taxas de juros na regulação econômica.

Destarte, o objetivo geral é discutir as medidas de política monetária que foram adotadas durante o período da pandemia, focando nas decisões e ações do Comitê de Política Monetária (COPOM). O intuito é avaliar a efetividade das estratégias implementadas pelo COPOM e as motivações que conduziram tais medidas em resposta aos desafios econômicos impostos pela crise sanitária global, analisando o impacto dessas medidas no controle da inflação e na manutenção da estabilidade econômica do Brasil.

Para alcançar estes objetivos, além de incorporar à discussão diversas teorias que avaliam o uso da taxa Selic como mecanismo de controle inflacionário, procedeu-se com a análise de 25 atas das reuniões do COPOM, abrangendo o período de 2020 a 2022, especificamente das atas de número 228<sup>a</sup> a 251<sup>a</sup>. Esta investigação permitirá uma melhor compreensão das mudanças na postura do COPOM conforme o cenário inflacionário e a situação da pandemia evoluíram. Tal análise procura elucidar como o COPOM respondeu às alterações no ambiente econômico, quais foram as justificativas por trás de suas decisões e quais as consequências dessas decisões para o panorama econômico brasileiro.

A metodologia adotada para a realização desta monografia baseia-se em uma abordagem de pesquisa qualitativa. Inicialmente, será realizada uma revisão bibliográfica, explorando fontes acadêmicas e literárias relevantes para o tema em questão. Em seguida, será realizado um levantamento da condução da política monetária brasileira com base nas 25 atas do Copom já supracitadas.

Destarte, esta monografia busca oferecer uma análise clara das políticas monetárias implementadas pelo Brasil em um período particularmente desafiador de sua história recente. Findando uma melhor compreensão sobre o papel da taxa Selic na política monetária e as abordagens adotadas pelo COPOM ao enfrentar a crise trazida pela pandemia. Desta forma, espera-se contribuir para um melhor entendimento das decisões de política monetária em um contexto de crise sem precedentes.

O primeiro capítulo é dedicado à inflação, ao regime de metas de inflação e às políticas de controle monetário. Aqui, será feita uma explanação introdutória sobre o conceito de inflação, suas causas e efeitos na economia. Além disso, o capítulo aborda a estrutura e a funcionalidade do regime de metas de inflação, um instrumento crucial para o controle monetário, discutindo como ele é aplicado no Brasil e em outros contextos internacionais. Este capítulo também analisará as diversas ferramentas de política monetária utilizadas para controlar a inflação, enfatizando a importância de uma abordagem equilibrada que leve em conta os diferentes aspectos da economia.

O segundo capítulo mergulha na visão keynesiana de determinação da taxa de juros, explorando a teoria keynesiana e como ela contrasta com outras escolas de pensamento econômico. Este capítulo também discutirá as questões estruturais específicas de diferentes economias e as limitações da política monetária convencional. O foco será em como as peculiaridades de cada sistema econômico influenciam a eficácia das políticas monetárias e como a visão keynesiana pode oferecer insights valiosos para entender essas dinâmicas.

Por fim, o terceiro capítulo, fundamentado nas discussões dos capítulos anteriores, retorna à realidade brasileira, focando especificamente no período da pandemia do Covid-19. Este capítulo analisa as atas do COPOM, desde o início da pandemia até o ano de 2022, para avaliar como o comitê reagiu às mudanças no cenário econômico e à crise sanitária. Serão discutidas as decisões tomadas, os fundamentos por trás delas e como estas se alinharam ou divergiram das teorias e práticas discutidas nos capítulos anteriores. O objetivo é entender como o contexto único da pandemia influenciou as políticas monetárias no Brasil e quais lições podem ser aprendidas para o futuro.



## **1 - A INFLAÇÃO E O REGIME DE METAS INFLACIONÁRIAS**

Neste capítulo, dá-se o primeiro passo para a análise da política monetária em um contexto extraordinário: a pandemia de COVID-19. A compreensão da inflação, um fenômeno complexo e multifacetado, é essencial para decifrar as dinâmicas econômicas e as decisões políticas tomadas em resposta a uma das maiores crises globais da história recente.

Inicia-se com uma exploração detalhada do conceito de inflação, examinando como ela se manifesta através de mudanças no poder de compra da moeda e como assume uma dimensão crítica em épocas de crise. A pandemia, com suas implicações globais, perturbou o equilíbrio econômico e impulsionou os formuladores de políticas monetárias a adotar medidas emergenciais, cujos impactos na inflação são imediatos e de longo alcance.

Aprofundaremos em tipos específicos de inflação - inflação de demanda e inflação de custos - para entender como eles surgem e afetam a economia. Discutiremos também a inflação inercial, um conceito pós-keynesiano, que destaca como padrões inflacionários passados podem se perpetuar independentemente das condições atuais.

Em seguida, focaremos no Regime de Metas de Inflação (RMI), uma abordagem estratégica desenvolvida para manter a inflação sob controle e fornecer previsibilidade ao mercado. Exploraremos a origem e a evolução deste regime, sua implementação em diferentes contextos econômicos e, especificamente, sua adoção e impacto no Brasil.

Além disso, examinaremos os fundamentos da política monetária, destacando a importância de sua operacionalização e os instrumentos a ela vinculados. A discussão incluirá uma análise dos instrumentos convencionais, como a taxa de juros e operações de mercado aberto, e também dos instrumentos não convencionais, como o Quantitative Easing e o Forward Guidance, especialmente em resposta a crises econômicas globais.

Este capítulo, portanto, não apenas oferece uma visão holística da inflação e da política monetária, mas também destaca sua relevância e eficácia em um período marcado por incertezas e desafios sem precedentes. Ao fim, espera-se que o leitor tenha uma compreensão abrangente desses conceitos e de como eles foram aplicados e adaptados diante da crise da COVID-19, contribuindo para uma visão mais rica e interconectada do ecossistema econômico global e brasileiro.

### **1.1 - Inflação**

À medida que se avança sobre a análise da política monetária no contexto extraordinário da pandemia de COVID-19, torna-se primordial estabelecer inicialmente uma compreensão do fenômeno da inflação. Este conceito é crucial, pois serve como um eixo central para entender as complexas dinâmicas econômicas e as decisões políticas tomadas em um período marcado por desafios sem precedentes.

Como aponta Lopes e Rosseti (2005) a inflação, que se manifesta através de mudanças no poder de compra da moeda, assume uma dimensão especialmente crítica em épocas de crise. A pandemia não apenas perturbou o equilíbrio econômico global, mas também forçou os formuladores de políticas monetárias a adotar medidas emergenciais, cujos efeitos sobre a inflação são tanto imediatos quanto de longo alcance.

Neste cenário, a inflação é geralmente desencadeada pelo descompasso entre a oferta de moeda e a demanda por bens e serviços, levando a um aumento persistente nos preços. Esse fenômeno afeta diretamente o valor real da moeda, alterando o padrão de consumo, os investimentos das empresas e, por conseguinte, toda a economia. A pandemia intensificou essas dinâmicas, tornando a análise da inflação mais complexa e significativa.

Entender a inflação é, portanto, fundamental não só para a construção teórica, mas também para a aplicação prática desta análise. Neste trabalho, exploraremos como as políticas monetárias adotadas durante a pandemia impactaram diretamente a inflação, refletindo-se na economia global e nas vidas individuais. Esta compreensão nos permitirá avaliar de maneira crítica as respostas dos bancos centrais e governos à crise, e suas implicações de longo prazo para a estabilidade econômica.

Assim, estabelecendo um entendimento sobre a inflação, estaremos armados para mergulhar em uma revisão das interações entre política monetária, inflação e as condições econômicas extraordinárias impostas pela pandemia, abrindo caminho para novas percepções.

### **1.1.1 - Conceito de inflação**

Prosseguindo com a discussão iniciada sobre a inflação e sua importância no contexto da política monetária durante a pandemia, é essencial aprofundar nosso entendimento deste fenômeno econômico. Como já supracitado, para Lopes e Rosseti (2005) a inflação é um conceito central em estudos econômicos, é definida como o aumento persistente e generalizado dos preços de bens e serviços numa economia ao longo do tempo.

Este fenômeno, crucial para a dinâmica econômica das sociedades, é interpretado de diversas maneiras no campo da economia.

A compreensão da inflação se torna complexa devido às suas múltiplas causas e efeitos. Libânio (2004) argumenta que a inflação frequentemente resulta de um desequilíbrio entre a oferta e a demanda agregada. Quando a demanda excede a capacidade produtiva da economia, isso tende a desencadear um aumento nos preços, iniciando um ciclo inflacionário.

Adicionando a essa perspectiva, Blanchard (2017) ressalta que vários fatores interligados podem influenciar a inflação. Por exemplo, aumentos nos custos de produção, como nas matérias-primas ou salários, podem gerar uma espiral inflacionária. Da mesma forma, Giambiagi (2001) destaca que choques de oferta, como interrupções nas cadeias produtivas, também podem levar a surtos inesperados de inflação.

Além disso, a inflação pode ser impulsionada por diversas variáveis. Elevações nos custos de produção e choques de oferta são fatores significativos. As políticas monetárias que expandem a oferta de moeda também têm um papel reconhecido, aumentando a demanda agregada. Giambiagi (2001) ainda enfatiza a importância das expectativas inflacionárias, onde a antecipação de aumentos futuros nos preços por agentes econômicos pode desencadear ciclos inflacionários.

Assim, entendemos que a inflação é um fenômeno econômico complexo, moldado por uma gama de fatores e se manifestando de diversas formas. Para focar nossa discussão de maneira didática, concentramos nossos esforços em dois tipos mais prevalentes de inflação: a inflação de demanda e a inflação de custos. Essa abordagem simplificada nos permite conectar diretamente com as dinâmicas observadas durante a pandemia, onde tanto as políticas monetárias quanto às alterações nas cadeias produtivas tiveram impactos significativos na inflação.

### **1.1.2 - Inflação de demanda**

Em conformidade com Libânio (2004) a inflação de demanda emerge quando o desejo dos consumidores por bens e serviços excede a oferta disponível na economia, levando a um aumento geral dos preços. Libânio (2004) explica que esta sobre-demanda faz com que os produtores, em resposta à crescente concorrência entre os consumidores, elevem os preços para capitalizar seus lucros. Esta dinâmica é, em parte, fruto de uma pressão crescente sobre os recursos econômicos, que, como indicado por Lopes e Rosseti (2005), culmina em

consumidores dispostos a desembolsar mais por determinados bens ou serviços. À medida que os preços sobem, cria-se uma espiral em que os consumidores necessitam de mais dinheiro para adquirir os mesmos produtos, perpetuando o ciclo inflacionário.

Integrando a análise, Sicsú (2003) destaca que essa dinâmica se torna mais evidente à medida que a economia se aproxima do pleno emprego, momento em que o hiato de emprego não é mais positivo. Em tal cenário, aumentos nos gastos governamentais, investimentos ou consumo tendem a provocar inflação. Quando o hiato de emprego se reduz a zero, qualquer impulso adicional na demanda potencialmente eleva a inflação. Atingindo o pleno emprego, trabalhadores são mais inclinados a entrar no mercado de trabalho por salários reais mais elevados, o que, por sua vez, requer um aumento tanto nos salários nominais quanto nos preços. Em tais circunstâncias, conforme Sicsú (2003) detalha, mesmo que os salários nominais cresçam em um ritmo mais acelerado que os preços, o cenário pode resultar em uma compressão das margens de lucro percentualmente, embora o volume absoluto de lucros possa aumentar.

Paralelamente, Giambiagi (2001) destaca que vários fatores podem atuar como catalisadores da inflação de demanda. Estes incluem expansões na política fiscal, acréscimos na oferta monetária, ou até mesmo um aumento nos gastos governamentais. Tais elementos podem impulsionar a demanda agregada, exercendo mais pressão sobre os recursos e, por consequência, induzindo elevações de preços.

Concluindo, a inflação de demanda é um fenômeno multifacetado que se manifesta por meio de uma série de interações complexas no seio da economia. A análise de Libânio (2004) ressalta como a sobre-demanda pressiona os produtores a aumentar os preços em um ambiente de forte concorrência, enquanto Lopes e Rosseti (2005) enfatizam o impacto da pressão sobre os recursos econômicos, ampliando a disposição dos consumidores em pagar mais. Esta dinâmica é amplamente reconhecida quando nos aproximamos do pleno emprego, como observado por Sicsú (2003), onde os equilíbrios se alteram e o hiato de emprego converge para zero.

### **1.1.3 - Inflação de custos**

A inflação de custo é desencadeada por elevações nos insumos essenciais à produção, variando desde salários até tarifas de energia e preços de matérias-primas. De acordo com Lopes e Rosseti (2005), as flutuações nos custos de produção exercem influência direta na

oferta de bens e serviços, moldando assim os preços aos consumidores. Distinta da inflação de demanda, descrita anteriormente, onde o ímpeto principal é o excesso de demanda em relação à oferta, a inflação de custo é ancorada nos incrementos dos componentes de produção.

Libânio (2004), em concordância com nosso debate anterior sobre a inflação de demanda, sugere que, enquanto a última é característica de cenários econômicos em expansão, a inflação de custo pode se manifestar independentemente do ritmo da atividade econômica. Assim, enquanto a inflação de demanda se alinha à dinâmica de crescimento, a inflação de custo muitas vezes reflete perturbações nos insumos de produção. Pinho (2004) amplifica essa compreensão ao apontar que choques na disponibilidade de recursos cruciais, seja por desastres naturais ou outros fatores exógenos, podem instigar uma cadeia de elevações nos custos, culminando em preços mais altos para o consumidor final.

Em síntese, a inflação de custo, diferentemente da demanda, emerge de pressões exógenas sobre os insumos de produção e não é intrinsecamente ligada a fases de prosperidade econômica. Ela pode se manifestar em qualquer estágio econômico, incluindo períodos de estagnação ou até mesmo de recessão. A interconexão intrincada entre os diversos tipos de inflação ressalta a necessidade de políticas econômicas sofisticadas e adaptativas. Compreender a inflação de custo dentro de um espectro mais amplo de fenômenos inflacionários é, portanto, essencial para a elaboração de medidas robustas de controle e estabilização.

## **1.2 - Inflação inercial**

Nesta sessão nos desdobramos sobre duas faces opostas dos determinantes de inflação, fatores de demanda e fatores de custo, o que nos ofereceu um panorama sobre como a interação entre oferta e demanda influencia a dinâmica dos preços. Aprofundando-se ainda mais na intrincada paisagem da teoria inflacionária, é impossível negligenciar uma importante visão pós-keynesiana representada por Sicsú (2003). Segundo ele, os determinantes de oferta frequentemente desempenham um papel mais proeminente na inflação do que aqueles ligados à demanda, subvertendo certos entendimentos tradicionais sobre o fenômeno.

Um aspecto particularmente intrigante dessa discussão é a noção de inflação inercial. Bresser-Pereira e Nakano (1984), em alinhamento com Sicsú (2003), introduz uma reflexão aprofundada sobre esta temática. A inflação inercial sugere que o próprio comportamento inflacionário passado pode, de fato, se perpetuar no futuro, independentemente das condições

atuais de oferta e demanda. Em outras palavras, uma vez estabelecidos, os padrões inflacionários podem adquirir uma certa "inércia", sendo impulsionados por mecanismos estruturais, como contratos indexados e expectativas arraigadas dos agentes econômicos. Tais mecanismos, muitas vezes enraizados no tecido socioeconômico, podem dificultar os esforços de contenção da inflação, mesmo na ausência de choques de oferta ou demanda explícitos.

Com este entendimento mais matizado sobre a inflação e suas diversas facetas, preparamo-nos para uma imersão nas complexidades do regime de metas inflacionárias e da política monetária no próximo segmento. E, é importante sublinhar, enquanto estes conceitos estão sendo apresentados de maneira sucinta neste momento, eles serão resgatados e dissecados com maior profundidade nos capítulos subsequentes, permitindo-nos uma apreciação mais rica e interconectada de como a inflação opera dentro do amplo ecossistema econômico.

### **1.3 - Política monetária e o regime de metas de inflação**

A política monetária, ao longo dos anos, tem emergido como uma ferramenta vital para a estabilidade econômica. No centro desse panorama encontra-se o Regime de Metas de Inflação (RMI), uma estratégia desenvolvida para manter a inflação sob controle e fornecer previsibilidade ao mercado. O RMI, conforme delineado, consiste em um arcabouço de políticas monetárias que emergiu em resposta a turbulências econômicas que assolaram diversas nações.

Conforme delineado por Fernandes e Souza (2023), a origem desse regime remonta à Nova Zelândia, que em 1990 foi pioneira em sua implementação. Esta iniciativa neozelandesa foi seguida de perto por outras economias avançadas, como Canadá, Israel e Reino Unido. A essência do RMI reside em sua ênfase na clareza e transparência. Giambiagi (2001) complementa ainda que ao estabelecer metas claras de inflação, proporciona-se não apenas uma direção para as políticas internas, mas também sinalizações para os mercados sobre as expectativas inflacionárias futuras. Essa previsibilidade, por sua vez, é crucial para promover confiança, impulsionar investimentos e estimular o consumo.

No entanto, a adoção do RMI não ficou confinada apenas aos países avançados. Em reconhecimento às suas virtudes, muitas economias emergentes também o adotaram. Uma nota de destaque é o caso brasileiro. Em 1999, o Brasil abraçou este regime e, desde então,

tem-se observado que, como salientado por Fernandes e Souza (2023), a inflação geralmente permanece dentro dos parâmetros estabelecidos, refletindo a robustez dessa estratégia.

Prado (2014), cujo trabalho é posteriormente citado por Fernandes e Souza (2023), identifica quatro pilares que sustentam o RMI: equilíbrio contínuo do mercado, neutralidade da moeda, expectativas racionais e reconhecimento de um viés inflacionário. Doravante, no cenário brasileiro o Conselho Monetário Nacional (CMN) desempenha um papel crucial na definição da meta inflacionária, optando pelo IPCA como referencial. Ao Banco Central do Brasil (BCB) cabe a tarefa de assegurar que a inflação permaneça alinhada à meta, utilizando instrumentos como a taxa Selic.

Em um mundo onde as nuances econômicas são constantemente desafiadas, a política monetária adquire uma relevância inigualável. Sua influência abrangente na economia torna imperativo um entendimento profundo de seus mecanismos e implementações. Portanto, a discussão subsequente se aprofundará nos aspectos intrínsecos da política monetária, sublinhando sua importância e inter-relações com outras vertentes da macroeconomia. Afinal, compreender a política monetária é fundamental não apenas para desvendar o RMI, mas também para discernir os fatores que movem as engrenagens da economia global.

#### **1.4 - Instrumentos da Política Monetária**

Destarte, ao prosseguir com nossa discussão sobre política monetária e sua intrínseca relevância na macroeconomia, a abordagem de Fonseca (2008) ressalta a importância de compreender sua operacionalização e os instrumentos a ela vinculados. Em um panorama geral, a política monetária, segundo Giambiagi (2001), abrange medidas tomadas principalmente por um banco central com o intuito de ajustar a oferta monetária, buscando controlar a inflação e otimizar níveis de emprego. Essa visão coincide com a defesa de Libânio (2004) de que a política monetária constitui uma linha fundamental contra instabilidades econômicas e possíveis desequilíbrios.

Dentro desse espectro, a taxa de juros ganha destaque como instrumento primordial. Libânio (2004) sustenta que através desta ferramenta, o banco central direciona a economia. Alinhado a esse pensamento, Fonseca (2008) postula que um incremento na oferta monetária leva frequentemente a uma redução nas taxas de juros, favorecendo investimentos e estimulando o consumo, sobretudo em áreas como bens duráveis e habitação.

A repercussão desse estímulo não é restrita, essa dinâmica desencadeia um efeito multiplicador que impulsiona tanto a renda quanto o produto interno. Portanto, como salienta Giambiagi (2001), a manipulação assertiva da política monetária é crucial para fomentar um ambiente econômico harmonioso, propício ao crescimento sustentado e à estabilidade.

No prosseguimento desta discussão, exploraremos mais a fundo os instrumentos convencionais e não convencionais da política monetária, destacando como eles são utilizados pelos bancos centrais para alcançar esses objetivos macroeconômicos. A análise dos autores Fonseca (2008), Giambiagi (2001) e Libânio (2004) proporcionará um entendimento mais aprofundado de como os instrumentos de política monetária influenciam diretamente o panorama econômico global e local.

#### **1.4.1 - Instrumentos convencionais da Política Monetária**

Continuando nossa exploração sobre a política monetária e seus impactos macroeconômicos, é crucial abordar os instrumentos convencionais utilizados na implementação dessa política. Esses instrumentos, conforme destacado por autores como Fonseca (2008) e Giambiagi (2001), são primordiais para a execução eficaz da política monetária por parte dos bancos centrais.

Primeiramente, um dos instrumentos mais significativos é a taxa de juros, já mencionada anteriormente. Libânio (2004) argumenta que a taxa de juros é a ferramenta através da qual o banco central exerce maior controle sobre a economia. Ao ajustar essa taxa, o banco central pode influenciar tanto o custo do crédito quanto o incentivo para poupança, impactando diretamente os níveis de consumo e investimento. Uma taxa de juros reduzida, como aponta Fonseca (2008), tende a estimular o crédito e o consumo, ao passo que uma taxa elevada pode ter o efeito contrário, desestimulando o gasto e a tomada de empréstimos.

Outro instrumento convencional é a operação de mercado aberto. Giambiagi (2001) descreve essas operações como compras e vendas de títulos do governo pelo banco central. Essas ações regulam a quantidade de dinheiro em circulação, afetando diretamente a liquidez do sistema financeiro. Compras de títulos injetam dinheiro na economia, reduzindo as taxas de juros e incentivando o gasto, enquanto as vendas retiram dinheiro do sistema, aumentando as taxas de juros e potencialmente reduzindo a inflação.

Além disso, a exigência de reservas mínimas é um instrumento frequentemente citado por Fonseca (2008). Os bancos são obrigados a manter uma fração dos depósitos como

reserva, não podendo utilizar esse montante para empréstimos. Ao variar essa exigência, o banco central pode controlar a quantidade de dinheiro que os bancos podem emprestar, influenciando assim a oferta monetária e a atividade econômica.

Por fim, a taxa de redesconto, que Libânio (2004) identifica como uma ferramenta para gerir a liquidez do sistema bancário. A taxa de redesconto é a taxa que os bancos pagam ao banco central para tomar empréstimos de curto prazo. Ao ajustar esta taxa, o banco central pode influenciar a disposição dos bancos em emprestar dinheiro, afetando assim a oferta de crédito na economia.

Em suma, a compreensão desses instrumentos convencionais de política monetária, conforme elucidado por autores como Fonseca (2008), Giambiagi (2001) e Libânio (2004), é fundamental para entender como os bancos centrais buscam atingir seus objetivos macroeconômicos, como controle da inflação, estímulo ao crescimento econômico e manutenção de níveis de emprego saudáveis. A aplicação apropriada e balanceada destes instrumentos é crucial para assegurar um ambiente econômico estável e propício ao desenvolvimento sustentável.

Contudo, em cenários econômicos mais desafiadores, os instrumentos convencionais podem não ser suficientes para alcançar os resultados desejados. Nessas circunstâncias, os bancos centrais podem recorrer a estratégias mais inovadoras e menos tradicionais. Essas políticas não convencionais, que serão discutidas a seguir, incluem medidas como a flexibilização quantitativa, operações de financiamento a longo prazo e intervenções em mercados específicos. Estas abordagens representam uma expansão do arsenal disponível para os formuladores de políticas monetárias, refletindo a necessidade de adaptar-se a contextos econômicos em constante evolução.

#### **1.4.2 - Instrumentos não convencionais da Política Monetária**

Os instrumentos não convencionais surgiram após crises financeiras globais, como a de 2007-2008 e a crise provocada pela pandemia do Coronavírus em 2020. Estes instrumentos representam respostas adaptativas dos bancos centrais a cenários de liquidez reduzida e taxas de juros próximas ao "Zero Lower Bound".

Um exemplo marcante dessas políticas não convencionais é o "Quantitative Easing" (QE), amplamente discutido por Ben Bernanke (2020) no contexto do Federal Reserve durante a crise financeira de 2007-2008. O QE envolve a compra de grandes quantidades de

títulos do governo e outros ativos financeiros para injetar liquidez na economia, objetivando reduzir as taxas de juros de longo prazo e incentivar o empréstimo e o investimento.

Outro instrumento importante é o "Forward Guidance". Neely e Karson (2021) aborda como esta ferramenta, que consiste na comunicação direta do banco central sobre suas políticas monetárias futuras, influencia as expectativas do mercado, incentivando decisões de investimento e consumo. Adicionalmente, a implementação de taxas de juros negativas surgiu como uma abordagem inovadora para desencorajar a poupança e estimular o gasto e o empréstimo.

O controle da curva de juros também é destacado como um instrumento não convencional. Bernanke (2020) explica como este método afeta as condições de empréstimo e investimento ao influenciar as taxas de juros em diferentes pontos da curva de rendimento.

As políticas monetárias não convencionais demonstraram ser eficazes em criar condições financeiras favoráveis para a economia americana, especialmente durante a recuperação da crise financeira e em resposta à pandemia de Coronavírus, conforme discutido nos estudos empíricos de Neely e Karson (2021) .

Em conclusão, esses instrumentos não convencionais expandem significativamente as ferramentas dos bancos centrais, permitindo uma resposta mais flexível e direcionada a desafios econômicos extraordinários. A literatura atual sugere que eles têm um papel vital na estabilização econômica durante períodos de turbulência financeira (Bernanke 2020).

## **2 - A DETERMINAÇÃO DA TAXA DE JUROS E A FORMAÇÃO DOS PREÇOS**

No capítulo anterior, introduzimos na análise da inflação e da política monetária, examinando tipos de inflação e a implementação do Regime de Metas de Inflação, além dos instrumentos convencionais e não convencionais da política monetária. Este estudo fornece uma base inicial para avançarmos em conceitos mais complexos da economia.

Neste capítulo, ampliaremos nossa discussão na determinação da taxa de juros e sua influência na formação dos preços. Partindo das ideias de John Maynard Keynes sobre a demanda por moeda e a preferência por liquidez, exploraremos como esses conceitos se entrelaçam com a política monetária moderna. Também revisitando o conceito de neutralidade da moeda, focando na sua não neutralidade, para compreender como as alterações na oferta de moeda impactam a economia a longo prazo.

Além disso, examinaremos políticas não monetárias voltadas para o controle da inflação, proporcionando uma visão mais abrangente das estratégias econômicas disponíveis. O objetivo é integrar esses tópicos, evidenciando suas inter-relações e implicações práticas. Pretendemos explorar a mecânica da determinação da taxa de juros e como isso afeta a formação dos preços, esclarecendo a eficácia de diversas políticas de controle da inflação e estabilização econômica no contexto desafiador da crise sanitária global.

### **2.1 - A preferência por Liquidez de Keynes**

Em conformidade com Lopes e Rosseti (2005) o entendimento clássico da moeda e sua função na economia foi desafiado e transformado por John Maynard Keynes no início do século XX. Enquanto a escola clássica via a moeda primordialmente como um mero meio de troca, com sua demanda sendo determinada principalmente pelos níveis de transações na economia, Keynes propôs uma visão muito mais rica e multifacetada. Em sua perspectiva, a demanda por moeda não era simplesmente funcional, mas profundamente influenciada por comportamentos humanos e expectativas em relação ao futuro. Esta revisão das bases da teoria monetária, que se opôs ao entendimento clássico, preparou o palco para sua concepção revolucionária da "preferência por liquidez".

A teoria monetária de John Maynard Keynes, apresentada em sua obra "A Teoria Geral do Emprego, Juro e Moeda" (1936), ofereceu uma perspectiva completamente nova sobre por que as pessoas retêm moeda. Mais do que simplesmente um meio de troca, Keynes entendeu a moeda como uma manifestação da "preferência por liquidez", uma ideia que encapsula a complexidade e os múltiplos motivos pelos quais os indivíduos demandam moeda. Keynes, em sua própria expressão, delineou essas razões:

(i) o motivo transação, isto é, a necessidade de moeda para as operações correntes de trocas pessoais e comerciais; (ii) o motivo precaução, ou seja, o desejo de segurança com relação ao equivalente do valor monetário futuro de certa parte dos recursos totais; e (iii) o motivo especulação, isto é, o propósito de obter lucros por saber melhor que o mercado o que trará o futuro." (Keynes, 2010)

O motivo da transação reflete a demanda diária de moeda que se correlaciona com a frequência e o volume das transações em uma economia. Enquanto isso, o motivo precaução aponta para um desejo inerente de segurança financeira em face da incerteza, levando as pessoas a manter uma reserva de dinheiro para eventualidades. Entretanto, é o motivo especulativo que realmente distingue a visão de Keynes. Aqui, a moeda é retida não apenas por necessidades presentes, mas como uma jogada estratégica, antecipando movimentos futuros da economia. Se uma pessoa acredita, por exemplo, que as taxas de juro vão subir, pode escolher reter mais dinheiro, esperando oportunidades mais lucrativas para investir no futuro.

Desse modo, no ponto central para todos esses motivos está o conceito de preferência por liquidez. Em essência, a demanda por moeda em Keynes é uma expressão direta desta preferência. Em tempos de incerteza ou volatilidade, a tendência de se inclinar para ativos líquidos neste caso, a moeda intensifica-se, evidenciando o papel profundamente psicológico e antecipatório da economia keynesiana. Assim, ao considerar a demanda por moeda como intrinsecamente ligada à preferência por liquidez, Keynes não apenas enriqueceu nossa compreensão do papel da moeda, mas também lançou as bases para abordagens mais sofisticadas e nuances da política monetária que prevalecem até hoje.

Ao considerar os três motivos da demanda por moeda ou preferência pela liquidez que ele identificou, Keynes formalizou a relação em uma função de demanda por moeda. A equação é apresentada da seguinte forma:

$$M=M1+M2=L1(Y)+L2(r)$$

No termo  $M$ , temos representada a demanda total por moeda. Este é o agregado do dinheiro que os indivíduos desejam manter por todas as razões possíveis. A decomposição desta demanda total é feita em dois componentes principais:  $M1$  e  $M2$ .

O componente  $M1$  denota a demanda por moeda que surge dos motivos de transação e precaução. Esta demanda está vinculada ao ritmo da atividade econômica. É modelada pela função  $L1(Y)$ , na qual a variável  $Y$  representa a renda. Aqui, a relação é direta: à medida que a renda ou a atividade econômica aumentam, os indivíduos e as empresas realizam mais transações, levando a uma maior necessidade de moeda para essas transações.

Por outro lado, o termo  $M2$  reflete a demanda por moeda motivada por razões especulativas. Keynes (2010) argumentou que, em certas circunstâncias, os indivíduos podem optar por manter dinheiro em antecipação a mudanças nas taxas de juros ou na economia em geral. Esta demanda especulativa é expressa pela função  $L2(r)$ , onde  $r$  é a taxa de juro. A relação aqui é inversa: um aumento nas taxas de juro torna menos atraente reter dinheiro (uma vez que os indivíduos poderiam ganhar mais investindo em títulos), reduzindo assim a demanda especulativa por moeda.

No conjunto, esta formulação oferece uma visão profunda e integrada da demanda por moeda, levando em consideração tanto as operações rotineiras quanto as antecipações do mercado.

### **2.1.1 - A hipótese da não neutralidade da moeda e a determinação da taxa de juros**

Partindo do postulado keynesiano de preferência por liquidez, podemos entender que para Keynes a moeda representa um papel muito mais complexo dentro da economia, indo de contraponto às ideias clássicas de neutralidade da moeda. Como Keynes coloca:

A moeda desempenha um papel próprio e afeta motivos e decisões e é, resumidamente, um dos fatores operativos nesta situação, desta forma, o curso dos eventos não pode ser predito, nem no longo nem no curto prazo sem o conhecimento do comportamento da moeda entre o primeiro e o segundo estado. Keynes (1973).

Como já supracitado, em sua visão, a moeda não era apenas um meio de troca ou uma simples reserva de valor. Ela possuía implicações profundas no comportamento dos agentes econômicos e, conseqüentemente, na atividade econômica global. A concepção de economia que a ortodoxia tem em mente quando trata da questão monetária é o que Keynes denomina de economia de escambo ou de troca direta a qual faz duas críticas.

A diferença que é normalmente feita entre uma economia de troca direta e uma economia monetária depende do emprego da moeda como um meio conveniente de afetar as trocas — como um instrumento de grande conveniência —, mas transitório e neutro em seus efeitos. Uma economia que usa moeda, mas o faz apenas como um elo neutro entre transações com elementos reais e ativos reais e não permite que ela entre em motivos e decisões, deve ser chamada — por falta de um nome melhor, uma economia de troca direta". Keynes (1973).

Contrapondo-se à teoria clássica, que sugere que variações na quantidade de dinheiro só afetariam os preços e não teriam efeito real sobre a produção ou o emprego, Keynes introduziu a ideia de que a moeda poderia influenciar decisivamente o investimento e, por extensão, o nível de emprego e a produção.

Dentro deste contexto, a relação com a preferência pela liquidez se torna evidente. Em tempos de incerteza ou expectativas negativas quanto ao futuro da economia, os investidores podem optar por manter sua riqueza em forma líquida, ao invés de investi-la. Esta elevada demanda por liquidez, então, poderia levar a uma redução do investimento e, conseqüentemente, a um menor nível de atividade econômica, Davidson (1978).

A não-neutralidade da moeda sugere que variações na oferta monetária podem ter efeitos reais sobre a economia. Assim, uma expansão monetária não afetaria apenas os preços, mas também poderia estimular o investimento e o consumo, levando a um aumento na produção e no emprego, pelo menos no curto e médio prazo. Uma das principais implicações dessa perspectiva é a política monetária. Se a moeda não é neutra, isso significa que as ações dos bancos centrais — como a alteração nas taxas de juros ou em operações de mercado aberto — têm potencial para influenciar a atividade econômica real e não apenas o nível geral de preços.

Doravante, a política monetária torna-se uma ferramenta essencial para estabilizar a economia. Em tempos de recessão, por exemplo, uma expansão monetária poderia ser usada para estimular o investimento e o consumo, ajudando a combater o desemprego e a inatividade produtiva. Em contraste, em períodos de aquecimento excessivo da economia, uma contração monetária poderia ser empregada para esfriar a demanda e prevenir o surgimento de bolhas especulativas ou uma inflação galopante.

A não-neutralidade da moeda também tem implicações sobre como entendemos as expectativas e as reações dos agentes econômicos. Se os agentes acreditam que a moeda é não-neutra, suas expectativas sobre as futuras ações dos bancos centrais podem influenciar suas decisões de investimento e consumo no presente. Por exemplo, se empresários e

consumidores esperam uma política monetária expansionista no futuro, eles podem estar mais inclinados a investir e gastar agora, antecipando condições econômicas mais favoráveis.

Desse modo, a noção de que a moeda não é neutra foi fundamentalmente revolucionária quando introduzida por Keynes. Ao desafiar o conceito de que o dinheiro simplesmente facilita as transações sem afetar as decisões econômicas, Keynes revelou um aspecto essencial da natureza e função da moeda na economia.

Vamos explorar essa ideia, imagine uma economia mergulhada em incerteza, talvez devido a uma recente crise financeira, tensões geopolíticas ou até mesmo uma crise sanitária global como a COVID-19. Os investidores, compreensivelmente, hesitam em investir seu dinheiro em ativos arriscados ou de longo prazo, pois não estariam certos sobre o retorno desses investimentos. Em vez disso, eles prefeririam manter sua riqueza em formas de moeda ou em ativos extremamente líquidos, como títulos de curto prazo. Este comportamento de preferência pela liquidez não é um mero capricho, mas uma resposta lógica à incerteza. Como Tily (2012) aponta, a taxa de juros é determinada pela oferta e demanda de ativos nos quais os estoques de riqueza (poupança) podem ser alocados, incluindo a moeda. Ele conclui que a teoria da preferência pela liquidez é a teoria de Keynes da taxa de juros.

A política monetária, orquestrada pelo banco central, tem o poder de influenciar essa decisão. Ao ajustar a taxa de juros nominal de curto prazo, pode criar incentivos para investir ou poupar. Conforme destacado por Carvalho (2005), a determinação da taxa de juros de curto prazo pelo banco central afeta as taxas de juros de longo prazo por meio de uma curva de rendimento. O autor afirma que um sistema financeiro suficientemente diversificado transmitirá o ajuste da carteira do setor bancário ao segmento de maior maturidade do mercado, tornando a transmissão das mudanças na taxa de juros de curto prazo mais eficaz.

Se um banco central, por exemplo, quisesse estimular o investimento, poderia reduzir a taxa de juros, tornando o empréstimo mais barato e a poupança menos atraente. Isso, por sua vez, influencia os investidores a investir em ativos mais produtivos e menos líquidos, como máquinas ou plantas industriais.

Mas aqui reside uma sutileza fundamental que Keynes (2010) notou, tudo se resume à credibilidade. Apenas manipular a taxa de juros de curto prazo pode não ser suficiente. Se os investidores não acreditarem que a política monetária será eficaz no longo prazo, ou se tiverem dúvidas sobre a direção futura da política, poderão continuar a abraçar a liquidez, desafiando a intenção do banco central. Keynes reconheceu que as taxas de juros eram, em

grande parte, uma construção social, moldada tanto pela realidade objetiva quanto pelas percepções coletivas. Esta é a opinião representativa de que ele falava.

Por isso, para que a política monetária seja verdadeiramente eficaz, ela não deve apenas agir sobre os mecanismos objetivos da economia, como taxas de juros, mas também sobre as percepções, crenças e expectativas dos investidores. O banco central, portanto, tem a dupla tarefa de ajustar as taxas e, ao mesmo tempo, cultivar confiança em sua estratégia, visão e capacidade.

Esta perspectiva é notavelmente diferente da visão clássica e monetarista, onde a política monetária é vista principalmente como uma ferramenta de controle da inflação. Keynes desafiou a noção tradicional ao questionar se realmente há um "patamar natural" para as taxas de juros que o mercado possa reconhecer facilmente. Em uma realidade repleta de incertezas que não podem ser facilmente quantificadas, ele argumentou que é difícil estabelecer com clareza uma taxa de juros estável ou preços futuros dos ativos. Para Keynes (2010), o papel da política monetária vai além do tangível, influenciando também a mentalidade dos investidores, o que o torna essencial para moldar o crescimento econômico no longo prazo.

## **2.2 - Fatores estruturais na inflação de economias em desenvolvimento**

Dando continuidade ao ponto levantado anteriormente sobre a complexidade da política monetária e a visão inovadora de Keynes, torna-se primordial entender sua perspectiva sobre a inflação. Enquanto a visão clássica e monetarista se concentra quase exclusivamente no excesso de oferta monetária como causa da inflação, Keynes identificou desequilíbrios entre a demanda agregada e a capacidade produtiva da economia como fatores fundamentais que levam à elevação dos preços. Assim, em um cenário onde a política monetária impacta não apenas variáveis palpáveis, mas também a mentalidade dos investidores, entender a inflação requer uma análise mais ampla e estrutural. Neste sentido, a visão estruturalista complementa a teoria Keynesiana, apontando para gargalos de produção e restrições estruturais como causas inflacionárias, especialmente em economias em desenvolvimento. Essa interconexão revela a profundidade e a nuance com que devemos abordar questões econômicas, indo além das interpretações simplistas e buscando uma compreensão mais holística dos fenômenos.

Em conformidade com Sicsú (2003) o coração do estruturalismo estava na ideia de que a inflação não era simplesmente uma consequência do excesso de oferta monetária. Em vez disso, os estruturalistas identificaram imperfeições estruturais nas economias, particularmente nas economias latino-americanas, que levavam à inflação. Eles sustentavam que as características inerentes a essas economias, como a dependência de bens primários para exportação e a demanda inelástica por esses bens, criavam desequilíbrios. Quando o crescimento ocorria, a oferta inelástica de alimentos e infraestrutura inadequada frequentemente conduziam a pressões inflacionárias.

Os estruturalistas<sup>1</sup> viam a inflação não apenas como um fenômeno econômico, mas também como um subproduto do crescimento econômico na América Latina. Em vez de atribuir a inflação apenas a fatores monetários, eles consideravam uma série de causas subjacentes, incluindo fatores como déficits externos e desvalorizações cambiais, de modo que o estudo das causas da inflação é um fator essencial para a eficácia das medidas de controle inflacionário, como destacado por Bielscowsky:

O modelo básico consiste numa classificação dos fatores que geram ou aceleram a inflação de acordo com sua importância relativa. Mas, para descobrir quais são esses fatores, é necessário examinar as condições específicas de cada país, isto é, quais são suas características estruturais, institucionais e de dinâmica econômica (Bielscowsky, 2000, p. 23).

Sicsú (2003) reforça a visão de Bielscowsky (2000), argumentando que essa abordagem era revolucionária porque mudava o foco do debate da política monetária para questões mais profundas e intrínsecas às economias em desenvolvimento. E enquanto alguns críticos argumentavam que os estruturalistas eram condescendentes com a inflação, a realidade era mais matizada. Os estruturalistas entendiam os perigos da inflação, mas também reconheciam as dificuldades de alcançar um crescimento robusto sem enfrentar pressões inflacionárias nas condições latino-americanas.

Destarte ao longo dos anos, o estruturalismo demonstrou que enfrentar a inflação sem uma compreensão aprofundada de suas causas pode resultar em políticas ineficazes e, em alguns casos, até mesmo em danos adicionais à economia. Acreditava-se que soluções

---

<sup>1</sup> A referência ao estudo das causas da inflação, como abordado por Bielscowsky, encontra eco nas contribuições da Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (CEPAL). A CEPAL, uma comissão regional da ONU, desempenhou papel fundamental no desenvolvimento de teorias econômicas estruturalistas, reconhecendo a importância de analisar as condições específicas de cada país para compreender fenômenos como a inflação. Suas pesquisas influenciaram as perspectivas econômicas na região, alinhando-se à necessidade de considerar as características estruturais e institucionais na formulação de medidas de controle inflacionário Bielscowsky (2000).

superficiais, como ajustes em taxas de juros ou políticas de austeridade, poderiam não abordar efetivamente os problemas estruturais profundos. Em vez disso, os estruturalistas defendem que uma análise mais detalhada das peculiaridades econômicas de cada país era necessária para desenvolver estratégias que combatam a inflação de maneira mais holística.

Para expandir esse entendimento, é válido pontuar que o estruturalismo, ao focar nas características singulares de cada economia, levanta a importância da diversificação econômica. A dependência de bens primários, como visto em muitas economias latino-americanas, é um caminho repleto de volatilidade e sujeito a choques externos. Tais choques podem ser resultado de variações nos preços internacionais ou mudanças nas condições globais de oferta e demanda.

Os estruturalistas, em seus estudos como aponta Sicsú (2003), também observaram que a natureza fragmentada das economias em desenvolvimento com setores modernos e tradicionais coexistindo amplifica as pressões inflacionárias. Setores tradicionais, muitas vezes com baixa produtividade e limitada capacidade de se adaptar rapidamente a mudanças, enfrentam dificuldades quando a demanda cresce, levando a aumentos de preços. Outra observação importante, conforme aponta Bresser-Pereira (2020), é o papel da dívida externa. Em muitas economias latino-americanas, empreendimentos para financiar o desenvolvimento levaram ao acúmulo de dívidas significativas. O serviço dessa dívida, especialmente quando denominado em moedas estrangeiras, pode tornar as nações vulneráveis a oscilações cambiais e a saídas abruptas de capital, exacerbando pressões inflacionárias.

Para Bielscowsky (2000) a visão estruturalista também oferece um olhar crítico sobre as "receitas prontas" frequentemente propostas por instituições financeiras internacionais. A implementação cega de políticas prescritas, sem consideração pelas particularidades e nuances de uma economia, pode resultar em consequências indesejadas. Os estruturalistas defendem que, ao invés de adotar uma mentalidade única para todos os países, é vital considerar a estrutura econômica, social e política de cada nação.

Concluindo, a abordagem estruturalista oferece uma perspectiva enriquecedora e complementar à visão Keynesiana. Ela ressalta que a solução para a inflação, e para diversos outros desafios econômicos, não se encontra em medidas isoladas, mas sim em uma análise profunda das estruturas subjacentes de uma economia. Esse reconhecimento fornece uma base sólida para políticas mais eficazes e adaptadas à realidade de cada país, permitindo um desenvolvimento mais sustentável e equilibrado.

## 2.4 - Limitações da Política Monetária no Controle da Inflação

Na seção anterior, foi abordada a complementaridade entre a visão estruturalista e o pensamento keynesiano na compreensão de fenômenos econômicos complexos como a inflação. A discussão concentrou-se em examinar as estruturas econômicas subjacentes, visando a formulação de políticas mais precisas e adaptadas às circunstâncias de cada país. Avançando nesta temática, a presente seção destaca que, no cenário econômico contemporâneo, a eficácia dos mecanismos de controle da inflação é uma questão debatida de forma constante. A partir do prisma pós-keynesiano, argumenta-se que o recurso à política monetária não deve ser a única estratégia empregada na regulação inflacionária. Tal abordagem, de acordo com Sicsú (2003), pode levar a importantes distorções no modo como os preços são formados.

A influência dos custos na determinação dos preços, por exemplo, é frequentemente subestimada. De acordo com Sicsú (2003), variantes de custo como salários, matérias-primas e custos operacionais têm um impacto mais direto na formação de preços do que simplesmente a demanda do mercado. Este argumento encontra eco na Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda de Keynes (2010), que foi pioneira ao atribuir um papel significativo aos custos na definição de preços. Este enfoque contraria o paradigma monetarista, que tradicionalmente considera a inflação como uma consequência de excessos de demanda e, portanto, propõe a política monetária como solução primordial.

Este cenário se torna ainda mais complexo quando incorporamos as contribuições de Davidson (1994) ao debate. Davidson destaca que os mercados não são sempre eficientes e que fatores como incertezas, ineficiências e fricções podem influenciar tanto a formação de preços quanto a eficácia das políticas públicas. Se a inflação é vista apenas sob a lente da demanda excessiva, a análise falha em considerar essas variáveis, resultando em políticas ineficazes que podem exacerbar problemas já existentes, Davidson (1994).

Por exemplo, aumentar as taxas de juros para diminuir a demanda pode ter o efeito colateral de reduzir o investimento empresarial. Além disso, essa abordagem pode contribuir para o endividamento público e privado, criando assim mais pressão sobre os custos e perpetuando um ciclo inflacionário. É exatamente aqui que os insights de Davidson (1994) e Sicsú (2003) convergem: as estratégias de controle da inflação devem ser multifacetadas e levar em consideração uma variedade de fatores que vão além da demanda.

Portanto, a política monetária, por mais importante que seja, não deve ser o único instrumento nas mãos dos responsáveis pela formulação de políticas. Em vez disso, deve ser parte de um conjunto mais amplo de estratégias que também abordam questões estruturais, pressões de custo e ineficiências de mercado. A necessidade de uma abordagem mais holística é enfatizada tanto pelas teorias pós-keynesianas como pelas observações de Davidson (1994), que juntas oferecem uma visão mais completa e matizada do fenômeno inflacionário e suas múltiplas causas.

Doravante, avançando na discussão sobre os mecanismos mais eficazes para o controle da inflação, é essencial abordar as limitações inerentes ao uso exclusivo da política monetária, particularmente o ajuste das taxas de juros. Embora Keynes não tenha negado a utilidade deste mecanismo para conter a inflação, ele alertou para as suas consequências adversas, especialmente quando se tenta controlar a inflação de custos. O aumento das taxas de juros, conforme Keynes argumentava, pode atuar como um obstáculo à transmissão do aumento dos custos aos preços finais, mas não é uma solução de longo prazo eficaz.

Mesmo nos casos em que o aumento da taxa de juros é capaz de promover a estabilidade de preços quando a inflação é um fenômeno puxado pela demanda, a teoria de Keynes apresenta ressalvas. Isso ocorre porque a restrição da demanda agregada tem impactos adversos sobre os níveis de produção e emprego. Assim, há um custo relacionado à manutenção da estabilidade de preços por meio da gestão da taxa de juros: a economia é mantida em um nível de atividade abaixo do seu potencial. Modenesi (2014)

Dentro desse contexto, Sicsú (2003) salienta que uma política que foca apenas na demanda agregada pode, paradoxalmente, intensificar o processo inflacionário ao restringir o investimento na formação de capital. Este desinvestimento tem efeitos deletérios no nível de produto potencial da economia, corroborando as preocupações expressas por Modenesi e Keynes.

Destarte, Davidson (1994) enfatiza que o fenômeno inflacionário não pode ser reduzido a uma única dimensão. Ele ressalta que múltiplas pressões inflacionárias podem coexistir e, portanto, uma abordagem unidimensional, como a política monetária isolada, é inadequada para controlar um fenômeno tão complexo.

Essas reflexões levam à conclusão de que a gestão da inflação requer uma abordagem multidimensional que vá além da política monetária. Para combater eficazmente a inflação e permitir um desenvolvimento econômico sustentável e equilibrado, é imprescindível considerar tanto os elementos de demanda quanto de oferta, sem perder de vista a complexidade inerente ao fenômeno inflacionário. Esta visão está alinhada com o

entendimento estruturalista discutido anteriormente, reforçando a necessidade de políticas diversificadas e bem calibradas, adaptadas às realidades e desafios específicos de cada economia.

Neste ponto, cabe resgatar o conceito de inflação inercial apresentado no capítulo anterior, que acrescenta uma outra camada de complexidade ao debate. A inflação inercial pode ser entendida como a perpetuação da inflação passada para períodos futuros, frequentemente causada por mecanismos de indexação de preços e salários. Neste contexto, Bresser-Pereira (1984) defende que uma política de desindexação pode ser crucial para quebrar o ciclo da inflação inercial. A simples gestão da demanda ou da oferta, por meio de políticas monetárias ou fiscais, pode não ser eficaz para lidar com a inflação inercial, uma vez que ela se torna parte do sistema de expectativas.

O entendimento da inflação inercial desafia tanto as perspectivas keynesianas quanto as monetaristas, pois a inflação pode se manter elevada mesmo na ausência de pressões de demanda ou de oferta. Isto é, as expectativas em relação à inflação futura podem alimentar a inflação presente, criando um ciclo vicioso que é dificilmente rompido apenas com ajustes nas taxas de juros ou com controle da demanda agregada. Em situações como essa, políticas de controle de preços ou de desindexação podem ser mais eficazes, como Bresser-Pereira (1984) sugere.

No entanto, medidas de controle direto também têm seus próprios desafios e limitações, como a possibilidade de criar distorções no sistema de preços e prejudicar a alocação eficiente de recursos. Além disso, a eficácia dessas medidas frequentemente depende de um contexto mais amplo de políticas econômicas e sociais, que podem variar significativamente de um país para outro. Carvalho (2005) acrescenta que a estabilidade política e uma gestão fiscal responsável são fundamentais para combater a inflação inercial. A ausência desses elementos pode minar qualquer tentativa de estabilizar a economia e romper o ciclo inflacionário, independentemente da abordagem adotada.

A inclusão da inflação inercial no debate reforça, portanto, a argumentação por uma abordagem multidimensional e adaptada às especificidades de cada caso na gestão da inflação. Políticas monetárias, fiscais e de controle direto de preços devem ser consideradas como parte de um pacote mais amplo de medidas, cuja eficácia deve ser constantemente avaliada em função de uma variedade de fatores econômicos, políticos e sociais.

Em suma, a luta contra a inflação é uma tarefa complexa que exige uma abordagem holística, incorporando não apenas instrumentos de política monetária e fiscal, mas também

considerando as especificidades estruturais e comportamentais de cada economia. A inflação inercial, com suas raízes profundamente enraizadas nas expectativas e nos mecanismos de indexação, serve como um lembrete pungente da complexidade deste fenômeno e da necessidade de políticas diversificadas e adaptativas.

Em conclusão, neste capítulo, mergulhamos na complexa questão da inflação, destacando que há mais a considerar do que apenas as ferramentas padrão de política monetária. Examinamos como os preços são influenciados por uma combinação de fatores que vão além da demanda do mercado, alinhando-se à perspectiva keynesiana de que os custos de produção e as expectativas dos agentes econômicos também são centrais na determinação da inflação.

Enfatizamos a inflação inercial e como ela se alimenta de si mesma através da indexação, reconhecendo que medidas como a desindexação proposta por Bresser-Pereira são cruciais para interromper esse ciclo vicioso. Além disso, consideramos a visão de Davidson sobre a eficiência dos mercados e os custos sociais da inflação apontados por Modenesi, reconhecendo a importância de equilibrar a estabilidade de preços com o crescimento e o emprego.

Concluimos que uma abordagem mais holística e contextualizada é essencial no combate à inflação, levando em conta tanto as forças de demanda quanto de oferta e os múltiplos fatores que impulsionam este fenômeno persistente. A inflação, então, não é um problema simples, mas uma questão multifacetada que requer uma estratégia igualmente diversificada para ser eficazmente gerida.

Com estas considerações em mente, preparamos o terreno para o próximo capítulo, onde nos debruçamos sobre a análise do caso brasileiro, particularmente sob a luz dos desafios adicionais impostos pela pandemia do COVID-19. Examinaremos como os elementos discutidos neste capítulo se manifestam no contexto brasileiro, onde a inflação e as políticas de resposta econômica foram diretamente afetadas por uma crise de saúde global sem precedentes. Este exame não apenas apresenta as peculiaridades da experiência brasileira com a inflação, mas também oferecerá insights sobre a interação entre choques econômicos e crises sanitárias, uma dinâmica que se tornou central para entendermos a economia mundial contemporânea.

### **3 - A ANÁLISE DO CASO BRASILEIRO E A PANDEMIA DO COVID - 19**

Neste capítulo, prosseguimos com o debate sobre a determinação da taxa de juros na visão de Keynes e as limitações das políticas monetárias em contextos econômicos complexos, com um foco especial no Brasil. Aprofundaremos nossa discussão abordando as consequências econômicas sem precedentes desencadeadas pela pandemia de COVID-19, que exacerbaram vulnerabilidades socioeconômicas e perturbaram a oferta e a demanda em escala global, afetando significativamente a economia brasileira.

Central para este capítulo será a análise das atas do Comitê de Política Monetária (COPOM) e a condução da política monetária durante a pandemia. Essa análise buscará entender como o Banco Central do Brasil utilizou a taxa Selic para enfrentar os desafios inflacionários e econômicos impostos pela crise sanitária. Avaliaremos as decisões e estratégias adotadas, explorando sua eficácia e as implicações para o cenário econômico nacional.

Dentro deste escopo, enfatizamos a necessidade de estratégias de combate à inflação que sejam multidimensionais e sensíveis às particularidades da economia brasileira, um ambiente complexo e volátil. Discutiremos as implicações econômicas da pandemia e o cenário inflacionário no Brasil, propondo uma reflexão crítica sobre a necessidade de políticas econômicas mais abrangentes e flexíveis.

#### **3.1 A pandemia do covid - 19**

Desde o início em Wuhan na China, a COVID-19 rapidamente se tornou um desafio monumental para os sistemas de saúde ao redor do mundo. A propagação acelerada do vírus, juntamente com a extensão dos cuidados médicos necessários para os pacientes afetados, exerceu uma pressão extrema sobre os sistemas médico-hospitalares, levando muitos a beirar o colapso.

Segundo Palma Mungioli et al. (2021), em resposta, as nações se viram obrigadas a implementar medidas drásticas para limitar o contágio, como o fechamento de escolas, estabelecimentos comerciais, fábricas e fronteiras. A consequência inevitável foi um impacto econômico avassalador. A pandemia da COVID-19 não só afetou o "lado da oferta", devido ao fechamento de fábricas e à redução da produção, como também o "lado da demanda", visto

que as oportunidades de consumo foram restringidas e muitos consumidores tiveram seus rendimentos afetados.

Em complemento, Milanovic (2020) aponta que mais do que uma mera desaceleração, a economia global enfrentou um desafio duplo: a perturbação da produção e a retração da demanda, ambas alimentando-se mutuamente. Essa situação, diferentemente da crise financeira de 2008, originou-se de uma crise sanitária que, posteriormente, afetou a produção e os sistemas financeiros.

[...] De um lado, há fechamento de fábricas e paralisação ou redução do ritmo das linhas de produção; por outro lado, há queda de demanda na medida em que diversas possibilidades de consumo ficam indisponíveis, seja por proibição, seja pelo receio de frequentar estabelecimentos públicos. Esse quadro se retroalimenta, então, pela restrição na demanda, reforçada pela queda nos rendimentos dos consumidores cujos salários foram afetados pelas primeiras medidas de combate à pandemia. Milanovic (2020)

Diante dessa realidade, como aponta Palma Mungoli et al. (2021) os governos ao redor do mundo mobilizaram recursos massivos para apoiar suas economias, com estímulos chegando a representar entre 15% a 20% do PIB em alguns países. A intenção era manter a solvência das empresas e fortalecer a proteção social, com programas para preservar empregos e prover renda mínima ganhando destaque.

No entanto, apesar dos esforços significativos e do controle progressivo da COVID-19, a recuperação econômica permanece gradual. A pandemia evidenciou e intensificou vulnerabilidades socioeconômicas já existentes. Mesmo que a crise sanitária seja administrada, os desafios econômicos tendem a se manter.

A pandemia da COVID-19 desencadeou uma crise de escala nunca vista na história contemporânea. Mais do que uma simples ameaça sanitária, sua rápida disseminação atingiu em cheio a estrutura econômica global, impactando tanto a oferta quanto a demanda de bens e serviços. A retração simultânea da produção e do consumo criou um ambiente econômico que desencadeou uma recessão auto-reforçada. Embora crises anteriores, como a de 2008, tenham sacudido o mundo financeiro, a atual se destaca por ter sua origem em um contexto de saúde e por atingir, com vigor, os pilares da economia real. Governos reagiram prontamente, injetando recursos massivos para conter a queda. No entanto, a recuperação tem se mostrado menos robusta do que se esperava, e certas vulnerabilidades socioeconômicas, antes submersas, emergiram com maior clareza.

No cerne desses desafios está a inflação, que, em tempos de crise, revela seu caráter multifacetado e imprevisível. Os desequilíbrios causados pela pandemia podem, de formas inesperadas, pressionar os preços, seja pela ruptura em cadeias produtivas, escassez de produtos ou alterações nas expectativas dos consumidores e empresários. Esta natureza complexa e volátil da inflação, exacerbada pela COVID-19, demonstra a intrincada teia de relações que compõem nossa economia global e reforça a necessidade de abordagens cautelosas e adaptativas para navegar neste cenário em constante evolução.

### **3.2 O caso brasileiro e as críticas ao uso da taxa SELIC**

A pandemia de COVID-19 trouxe à tona não apenas as vulnerabilidades socioeconômicas, mas também revelou a complexa interação entre crises de saúde pública e instabilidades financeiras. Esta situação nos remete à discussão do capítulo anterior, que enfatiza a necessidade de uma abordagem multifacetada no combate à inflação, um dos desdobramentos desses desequilíbrios. Além do uso de políticas monetárias e fiscais, torna-se essencial entender as peculiaridades de cada economia. No Brasil, por exemplo, enfrentamos a inflação inercial, arraigada em expectativas e mecanismos de indexação, aumentando a complexidade do desafio. Tradicionalmente, o país tem recorrido à taxa Selic como principal instrumento de controle inflacionário, evidenciando a necessidade de uma abordagem mais diversificada e adaptada às circunstâncias atuais.

Bresser-Pereira (2020) argumenta que a dependência das taxas de juros para regular a inflação pode ser reflexo de convenções econômicas que priorizam a estabilidade de preços em detrimento do crescimento econômico. Tal abordagem sugere que qualquer variação na inflação desencadeia ajustes nas taxas de juros, influenciando as projeções de crescimento. Complementando essa visão, Libânio (2004) aponta que o Banco Central, ao se concentrar em manter a inflação alinhada com a meta estabelecida, estabelece uma correlação direta entre aumento de preços e a antecipação de medidas monetárias mais restritivas.

Este enfoque nos leva de volta à análise de Keynes (2010) sobre a definição de taxas de juros. Keynes observou que as entidades reguladoras, como o BACEN, ao estabelecerem taxas que acreditam ser o "patamar natural", podem inadvertidamente fixar níveis elevados. Embora essa taxa seja vista como um equilíbrio, evitando pressões inflacionárias ou de desemprego, pode paradoxalmente criar condições econômicas desfavoráveis, desestimulando investimentos e consumo, e resultando em um crescimento econômico limitado.

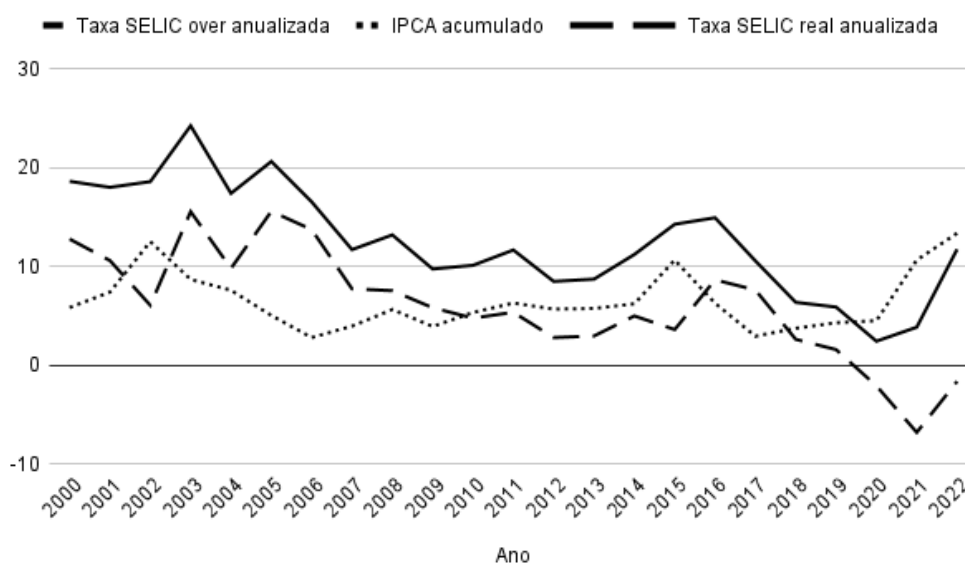
Além disso, as falhas no uso da taxa selic como medida de controle inflacionário existem até mesmo em sua manutenção a patamares muito baixos. Conforme aponta Bresser-Pereira (2020), uma Selic persistentemente baixa pode induzir inflação, e também encorajar a formação de bolhas especulativas em setores como o imobiliário e de ações. A política de juros baixos também desencoraja a poupança em renda fixa e limita as ferramentas do Banco Central para futuras recessões. Essa abordagem unidimensional demanda cautela, buscando um equilíbrio que evite instabilidade financeira e inflacionária, promovendo um ambiente favorável ao crescimento sustentável.

A longo prazo, essa política resulta na formação de um grupo de interesse focado na manutenção de taxas elevadas ou baixas, favorecendo o setor financeiro e investidores em renda fixa. Isso contribui para a financeirização da economia brasileira, em detrimento dos investimentos em setores mais produtivos, essenciais para o crescimento sustentável e a geração de empregos, podendo atingir de forma significativa os índices de preço.

Em resumo, a interação complexa entre as crises de saúde pública, como a pandemia de COVID-19, e os desafios econômicos, especialmente no que diz respeito à inflação, destaca a importância de uma abordagem multifacetada na política econômica. As observações de Bresser-Pereira, Libânio e Keynes sobre a dependência de taxas de juros e a necessidade de estratégias econômicas equilibradas, apontam para uma realidade em que políticas monetárias e fiscais tradicionais podem não ser suficientes ou adequadas em situações extraordinárias.

Para trazer uma abordagem didática à nossa discussão, é imprescindível visualizar essas interações entre taxa SELIC e inflação ao longo do tempo. Ilustrando essa dinâmica de forma mais clara e complementar, o gráfico 1 traça a evolução da Taxa SELIC anualizada e do IPCA (Índice de preço ao consumidor amplo) acumulado, principal termômetro de inflação usando no Brasil, durante o período de 2000 a 2022.

Grafico 1 - Taxa SELIC over anualizada, IPCA acumulado, Taxa SELIC real anualizada para o período de 2000 - 2022



Fonte: BCB (2022, p.8)

O gráfico que ilustra a relação entre a taxa SELIC real e o controle de preços no Brasil, de 2000 a 2022, oferece uma visão complementar sobre a complexidade desta interação. Ele mostra que o comportamento dos preços não segue um padrão previsível e é influenciado por fatores diversos, muitos dos quais não estão diretamente ligados às variações na taxa de juros. Este comportamento variado dos preços, incluindo fases de aumento, estabilização e declínio, destaca a importância de elementos além da política monetária convencional.

Por outro lado, a taxa SELIC real tem sido ajustada em resposta às mudanças macroeconômicas, visando influenciar os preços. No entanto, a falta de uma correlação consistente entre a taxa SELIC e o controle efetivo de preços questiona a eficácia desse instrumento isoladamente.

Essa observação está alinhada com as visões de Sicsú (2003) e Davidson (1994), que defendem uma abordagem mais abrangente na gestão da inflação. Eles argumentam que fatores estruturais, custos intrínsecos e desajustes de mercado têm um papel crucial na formação de preços e na dinâmica inflacionária. Isso reforça a ideia de que a estabilidade de preços não pode ser garantida apenas por meio de políticas monetárias, mas exige um entendimento mais profundo e uma gestão mais sofisticada de diversos fatores.

Além disso, a peculiaridade do cenário econômico brasileiro, especialmente a inércia inflacionária e os mecanismos de indexação, reduz a eficácia da taxa SELIC real como única ferramenta de controle de preços. Isso destaca a necessidade de revisar e diversificar as estratégias econômicas.

Portanto, o gráfico não apenas demonstra a falta de sincronia entre a política monetária e o controle efetivo de preços, mas também enfatiza a necessidade de uma abordagem multidimensional na gestão da inflação. Uma estratégia eficaz deve transcender a manipulação da taxa de juros, incorporando políticas fiscais, medidas de controle direto de preços e intervenções voltadas para o equilíbrio das expectativas.

Em suma, a relação entre taxa de juros e inflação reafirma o que as teorias econômicas e experiências históricas já indicavam: a luta contra a inflação é complexa e requer soluções multifacetadas. Um controle efetivo de preços, especialmente em uma economia diversificada como a do Brasil, demanda uma abordagem holística e contextualizada, que enfatize a sinergia entre diferentes políticas e considere as especificidades estruturais e comportamentais da economia.

Neste contexto, o próximo passo da nossa análise será uma avaliação teórica das atas do Comitê de Política Monetária (COPOM) do período de 2020 a 2022. Este exame nos permitirá compreender como o Banco Central do Brasil reagiu às circunstâncias únicas impostas pela pandemia. Analisaremos as deliberações e decisões tomadas pelo COPOM, buscando insights sobre as estratégias adotadas, suas eficiências e implicações. Esta análise não só nos ajudará a lançar luz sobre as políticas monetárias implementadas durante um dos períodos mais turbulentos da história econômica recente, mas também oferecerá uma base para avaliar a adequação das respostas dadas e para a formulação de estratégias futuras em cenários de crise.

### 3.3 A condução da política monetária no período pandêmico

Como vimos, a pandemia de COVID-19 impôs desafios sem precedentes para a economia global, exigindo respostas ágeis e adaptativas dos bancos centrais, incluindo o Banco Central do Brasil (BACEN). Conforme apontam os relatórios do COPOM ao longo de 2020 inicialmente o BACEN enfrentou a crise com uma série de cortes na taxa Selic e a adoção de políticas monetárias não convencionais, refletindo a necessidade imediata de mitigar os impactos econômicos adversos da pandemia.

À medida que a crise evoluiu, o Banco Central teve que navegar por um cenário complexo, marcado por choques de oferta e demanda, e reavaliar continuamente suas estratégias para equilibrar os objetivos de estímulo econômico e controle inflacionário. A trajetória da política monetária brasileira durante a pandemia, desde as intervenções iniciais até os ajustes subsequentes em resposta às mudanças nas condições econômicas e inflacionárias, fornece uma visão abrangente de como as autoridades monetárias podem responder a choques externos de grande escala.

#### 3.3.1 - O início da pandemia

Na 228ª reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central do Brasil, realizada em 4 de fevereiro de 2020, o coronavírus foi mencionado pela primeira vez, marcando o início de uma série de mudanças significativas na política monetária do país. Naquela época, embora a ameaça do vírus fosse reconhecida, o grau de preocupação pareceu subestimar o impacto futuro da pandemia:

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)

À medida que a crise sanitária evoluiu, tornou-se evidente que a situação exigiria uma abordagem mais abrangente. A pandemia causou perturbações tanto na oferta quanto na demanda na economia brasileira, desafiando os formuladores de políticas a responderem a um cenário econômico em rápida transformação. O Banco Central teve que considerar como choques de oferta, diminuindo a capacidade de produzir bens e serviços, e choques de

demanda, reduzindo o interesse ou capacidade dos consumidores em gastar, estavam afetando a economia.

Ao longo de 2020, o Copom realizou várias reuniões, nas quais a taxa Selic foi progressivamente reduzida. Esta série de cortes refletiu uma política monetária voltada para a mitigação dos efeitos adversos da pandemia. A redução das taxas de juros era uma tentativa de estimular a economia, tornando o crédito mais acessível para empresas e consumidores, e incentivando o investimento e o consumo.

Em cada reunião do Copom, os membros avaliavam cuidadosamente a situação econômica e sanitária do país. A decisão de continuar reduzindo a taxa Selic foi influenciada por vários fatores, incluindo a necessidade de apoiar a economia em uma fase de contração e a importância de aliviar o serviço da dívida pública em um momento de aumento dos gastos governamentais para combater a pandemia.

Até agosto de 2020, a taxa Selic atingiu seu nível mais baixo historicamente, 2,00% ao ano. Esta decisão foi um marco na política monetária do Banco Central, demonstrando seu compromisso em utilizar todas as ferramentas disponíveis para apoiar a economia brasileira durante tempos incertos. Foi uma resposta clara às condições econômicas extraordinárias impostas pela pandemia, e alinhava-se com tendências globais de outras autoridades monetárias em resposta à crise.

Além da redução da taxa de juros, o Banco Central também adotou o forward guidance, uma ferramenta de política monetária não convencional, como uma maneira de fornecer orientação futura sobre suas intenções de política monetária. Esta abordagem foi detalhada nas atas das reuniões do Copom, reforçando a mensagem de que o Banco Central estaria comprometido em manter estímulos monetários para enfrentar as adversidades econômicas causadas pela pandemia.

O Banco Central do Brasil não se limitou à política de taxas de juros. Implementou uma série de outras medidas para garantir a estabilidade e eficiência do sistema financeiro. Entre estas, estavam iniciativas para injetar liquidez na economia e relaxar os requisitos de capital para bancos, facilitando assim o crédito.

A PEC do Orçamento de Guerra, PEC 10/2020, também foi um passo importante, permitindo ao Banco Central uma maior flexibilidade na compra de títulos públicos e privados e na aceitação de depósitos voluntários. Estas ações eram essenciais para manter a liquidez do mercado e auxiliar na redução das taxas de juros.

Em retrospecto, a atuação do Banco Central do Brasil durante a pandemia foi uma combinação de medidas tradicionais e não convencionais. As decisões tomadas nas reuniões do Copom refletiram um entendimento profundo dos desafios econômicos impostos pela crise sanitária e um compromisso em adaptar a política monetária conforme necessário para proteger a economia brasileira.

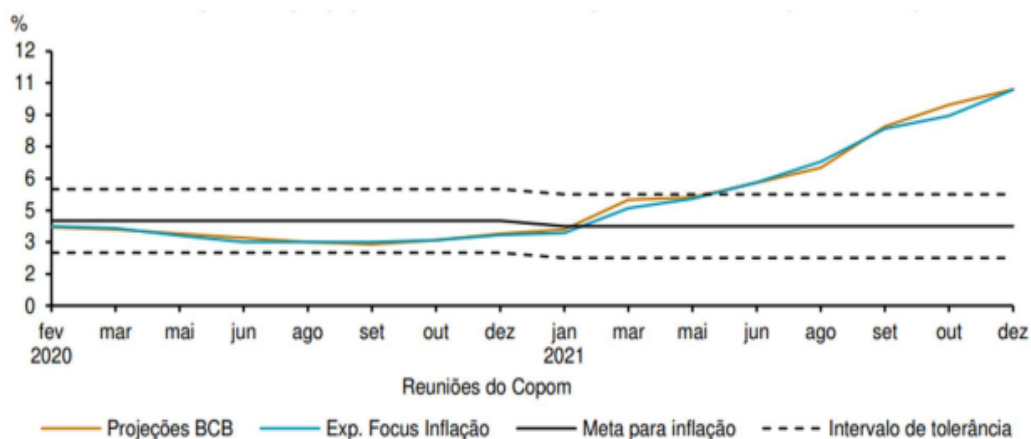
### 3.3.2 - O fim do forward guidance

O ano de 2021 marcou um ponto crítico na política monetária do Banco Central do Brasil, especialmente na esteira dos desafios impostos pela pandemia de Covid-19. A mudança notável veio com o término do forward guidance, conforme destacado na 236ª reunião do Copom em janeiro de 2021, refletindo a complexidade de tais políticas em economias emergentes sensíveis a fatores externos.

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)

A decisão do Copom de elevar a taxa de juros em março de 2021, pela primeira vez desde 2015, foi uma resposta direta ao aumento inesperado da inflação, que superou as projeções anteriores e as expectativas de mercado. Esta decisão visava diminuir o nível de estímulo monetário implementado anteriormente e assegurar o cumprimento da meta de inflação.

Grafico 2 - Evolução das projeções do BCB e das expectativas Focus para a inflação de 2021



Fonte: BCB (2022, p.8)

Como demonstrado no gráfico, tanto as projeções do BCB quanto as expectativas do mercado mantiveram-se inicialmente dentro do intervalo de tolerância estabelecido pelo CMN. No entanto, a partir de meados de 2021, ambas as métricas começaram a exibir uma tendência de alta consistente, ultrapassando o limite superior da meta de inflação. Esta tendência ascendente na previsão de inflação coincide com o período subsequente à implementação da política expansionista, sugerindo uma relação causal entre a liquidez aumentada no mercado e a pressão ascendente nos preços.

Esta política monetária expansionista, adotada inicialmente como uma resposta necessária aos impactos econômicos da pandemia, envolveu a redução das taxas de juros para estimular a atividade econômica durante um período de incertezas e retração. No entanto, a manutenção dessas taxas baixas por um período prolongado contribuiu para um aumento significativo na liquidez do mercado, estimulando o consumo e o investimento, mas também gerando pressões inflacionárias. Com mais dinheiro circulando, a demanda por bens e serviços frequentemente superou a oferta, uma condição agravada por interrupções na cadeia de suprimentos globais e outros desafios operacionais da pandemia.

O ano também foi marcado por uma série de eventos que exacerbaram a inflação, incluindo o aumento dos preços do petróleo, a desvalorização do real, a crise hídrica elevando os custos da energia elétrica, e desequilíbrios na oferta e demanda global. Paralelamente, a continuação da pandemia e a extensão do Auxílio Emergencial aumentaram as pressões inflacionárias e fiscais.

Embora a política expansionista não fosse o único fator, ela teve um papel indiscutível no aumento da inflação. O aumento contínuo nas expectativas de inflação ao longo de 2021, culminando em uma taxa significativamente acima das previsões iniciais, refletiu a necessidade de uma reorientação urgente nas políticas do Banco Central. A decisão de elevar as taxas de juros foi uma medida para reverter as consequências da política expansionista anterior.

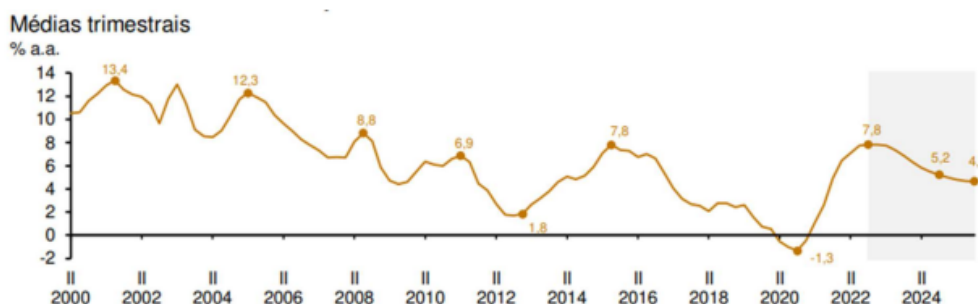
A resposta do BCB a essa situação gerou opiniões divididas entre os economistas. Alguns viam o aumento das taxas como potencialmente agravante para a estagnação econômica, enquanto outros, como Nelson Barbosa e a ex-economista-chefe do FMI Gita Gopinath, avaliaram positivamente as ações do Banco Central, considerando o choque inflacionário como não temporário.

A inflação de 2021, ultrapassando a meta estabelecida pelo CMN, foi abordada em uma Carta Aberta pelo presidente do BCB, Roberto Campos Neto, que destacou a transição da política de expansão para contração e o impacto da incerteza fiscal sobre a eficácia da política monetária.

### 3.3.3 - O aperto monetário de 2022

Em 2022, o cenário econômico global continuou a sentir os efeitos da Covid-19, manifestando-se principalmente através de choques de oferta. Com a reabertura econômica global, as cadeias de produção enfrentaram desafios significativos. Além disso, os choques de demanda, um legado das políticas expansionistas de 2020, permaneceram evidentes. O Relatório de Inflação de março de 2022 do Banco Central do Brasil detalhou esses impactos, destacando a interconexão entre as políticas monetárias passadas e os desafios atuais.

Gráfico 3 - Selic real acumulada quatro trimestres à frente



Fonte: BCB (2023)

Como podemos ver no gráfico, o período a partir de 2020 é marcado por uma ascensão na métrica observada, sugerindo um período de inflação crescente que se alinha com os choques de oferta e demanda descritos. Esse aumento persistente durante 2021 e a projeção de desaceleração subsequente em 2022 e 2023 refletem a resposta da política monetária às pressões inflacionárias e a tentativa de ancorar as expectativas de inflação.

Nesse contexto, a economia brasileira em 2022 foi fortemente influenciada por dois fatores principais: os impactos da Guerra na Ucrânia no ambiente econômico internacional e as incertezas geradas pelas eleições presidenciais brasileiras. Esses fatores geraram pressões inflacionárias e incertezas fiscais, levando o Copom a aumentar a taxa de juros quatro vezes, alcançando 13,75% – o nível mais alto desde 2016. Esta escalada marcou uma continuação da

transição da política monetária de altamente expansionista em 2020 para contracionista em 2021, e intensamente contracionista em 2022.

Essa mudança na política monetária foi impulsionada pela necessidade de controlar a inflação persistente de 2021. Embora a inflação de 2022 tenha sido menor que a do ano anterior, ela ainda representou um desafio significativo. O terceiro trimestre de 2022 testemunhou um período de desinflação, influenciado por reduções de impostos sobre combustíveis, energia e comunicações, resultando em uma inflação negativa de -0,37%, bem abaixo da previsão de 1,99% do Copom.

Os desafios nas cadeias produtivas globais, exacerbados pela pandemia, pelas restrições de mobilidade na China e pela guerra na Ucrânia, continuaram a contribuir para a pressão inflacionária. A mudança nos padrões de consumo durante a pandemia também provocou desequilíbrios entre oferta e demanda.

A dinâmica entre a política monetária contracionista do Banco Central e as políticas fiscais expansionistas do governo foi um tema de debate em 2022. Cecilia Machado (2023) compara essa dinâmica a um carro acelerando com o freio de mão puxado. Neste contexto, medidas expansionistas do Congresso, como a PEC 1/2022, conhecida como “PEC Kamikaze”, introduziram um pacote de R\$ 41,2 bilhões para mitigar o impacto da alta dos preços dos combustíveis, alterando as projeções de inflação para a segunda metade do ano.

Na 249ª reunião do Copom, a decisão de manter a taxa de juros em 13,75% refletiu a necessidade de avaliar os impactos do ciclo intenso de política monetária. A decisão não foi unânime, com alguns membros defendendo um aumento adicional para reforçar o compromisso com o controle da inflação.

Ao final de 2022, com a taxa de juros mantida em 13,75%, a inflação anual fechou em 5,79%, acima do limite superior de 3,5% estabelecido pelo CMN. Uma análise comparativa com outros países emergentes revelou que, apesar de não atingir a meta de inflação, o Brasil esteve entre os países que mais se aproximaram de seu intervalo de meta de inflação em 2022. Este desempenho reflete a complexidade e os desafios enfrentados pelo Banco Central em equilibrar as medidas necessárias para estabilizar a economia em um cenário global incerto.

Em síntese, a política expansionista de 2020, adotada pelo Banco Central do Brasil como resposta à crise desencadeada pela pandemia de Covid-19, teve implicações significativas na economia. A redução da taxa Selic para níveis historicamente baixos visava estimular a atividade econômica num período de incertezas e retração. Contudo, essa

estratégia, embora necessária, teve como consequência não intencional o aumento da liquidez do mercado, que acabou contribuindo para pressões inflacionárias subsequentes.

A dependência das taxas de juros para regular a inflação, conforme argumentado por Bresser-Pereira (2020), reflete uma convenção econômica que prioriza a estabilidade de preços em detrimento do crescimento econômico. Este foco nas taxas de juros, como observado por Libânio (2004), leva a uma correlação direta entre aumento de preços e a antecipação de medidas monetárias mais restritivas. Contudo, a definição de taxas de juros, segundo Keynes (2010), pode inadvertidamente fixar níveis elevados, desestimulando investimentos e consumo, e limitando o crescimento econômico.

Ademais, Bresser-Pereira (2020) aponta que a manutenção de uma Selic baixa pode induzir inflação e encorajar a formação de bolhas especulativas, limitando as ferramentas do Banco Central para enfrentar futuras recessões. Essa abordagem unidimensional, que favorece o setor financeiro e investidores em renda fixa, contribui para a financeirização da economia brasileira em detrimento de setores mais produtivos.

A inflação, que inicialmente se manteve dentro do intervalo de tolerância, começou a mostrar uma tendência de alta consistente a partir de meados de 2021, ultrapassando o limite superior da meta estabelecida. Este cenário foi exacerbado por vários fatores, incluindo a desvalorização do real, a crise hídrica afetando os custos de energia, e desequilíbrios globais na oferta e demanda, além das políticas de estímulo fiscal continuadas, como o Auxílio Emergencial.

Diante deste panorama, o Banco Central precisou reorientar sua política monetária, passando de uma postura expansionista para uma abordagem contracionista. O aumento da taxa Selic em 2021 e as subsequentes elevações em 2022 foram tentativas de controlar a inflação persistente e ancorar as expectativas de inflação. Estas medidas, embora tenham gerado debate entre os economistas, refletiram a necessidade urgente de reverter as consequências da política expansionista anterior.

Portanto, a experiência do Brasil ilustra a complexidade da gestão da política monetária em meio a choques econômicos globais e crises sanitárias. O desafio do Banco Central em equilibrar a necessidade de estimular a economia com a manutenção da estabilidade de preços foi uma tarefa árdua, exigindo uma resposta dinâmica e adaptativa às condições econômicas em rápida mudança. A história econômica do Brasil durante este período destaca a inter-relação entre as políticas monetárias e as condições macroeconômicas,

bem como a importância de uma abordagem cautelosa e equilibrada na condução da política monetária em tempos de incerteza.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Na conclusão desta monografia, consolidamos as reflexões sobre a política monetária, focando particularmente no papel da taxa de juros como ferramenta primária de controle inflacionário, e analisamos como a política expansionista de 2020, implementada em resposta à pandemia de COVID-19, impactou a economia brasileira, especialmente no que tange à inflação. Esta análise é contextualizada dentro de um quadro teórico que abrange as perspectivas de Keynes, Bresser-Pereira, Libânio, entre outros, oferecendo uma visão abrangente da complexidade da política monetária em tempos de crise.

A dependência da taxa Selic como principal instrumento de controle inflacionário reflete uma visão econômica que, embora focada na estabilidade de preços, muitas vezes se realiza às custas do crescimento econômico. Esta observação, apoiada por teóricos como Bresser-Pereira (2020) e Libânio (2004), destaca uma abordagem possivelmente limitada, onde ajustes na taxa de juros são vistos como solução primordial para a inflação, sem uma devida consideração das consequências mais amplas desses ajustes na economia.

A política expansionista adotada em 2020, caracterizada pela redução da taxa Selic a níveis historicamente baixos, visava mitigar os efeitos adversos da pandemia sobre a economia. Essa estratégia, necessária em seu contexto, resultou em um aumento significativo na liquidez do mercado. Este aumento, embora estimulasse o consumo e o investimento, também gerou pressões inflacionárias notáveis. A demanda, amplificada pelo excesso de liquidez, superou frequentemente a oferta, exacerbada por desafios operacionais e interrupções na cadeia de suprimentos globais causados pela pandemia.

A experiência brasileira durante a pandemia ilustra a complexidade da gestão da política monetária em meio a choques econômicos e sanitários globais. O Banco Central teve que enfrentar o desafio de equilibrar a necessidade de estimular a economia com a manutenção da estabilidade de preços, uma tarefa complicada que exigiu uma resposta dinâmica e adaptativa às condições econômicas em constante mudança. As decisões do Banco Central, embora baseadas nas melhores informações disponíveis na época, não estavam isentas de críticas. O aumento das taxas de juros em resposta ao crescimento inflacionário gerou um debate entre os economistas, com alguns preocupados com o potencial de tal política agravar a estagnação econômica.

Além disso, a abordagem centrada na política monetária revelou suas limitações, especialmente quando consideramos a natureza multifacetada da inflação. Como discutido ao

longo do trabalho, a inflação inercial, um fenômeno caracterizado pela perpetuação da inflação passada em períodos futuros, muitas vezes através de mecanismos de indexação de preços e salários, apresentou desafios adicionais. Bresser-Pereira (1984) sugere que políticas de desindexação são cruciais para quebrar este ciclo vicioso, demonstrando que medidas que focam apenas na demanda ou na oferta podem ser insuficientes para lidar com tal tipo de inflação.

Este trabalho também destacou a importância de abordagens mais holísticas e multidimensionais no combate à inflação. A complexidade do fenômeno inflacionário, exacerbada pela crise da COVID-19, demonstrou que uma variedade de fatores, tanto de demanda quanto de oferta, devem ser considerados. As políticas monetárias, embora cruciais, devem fazer parte de um conjunto mais amplo de estratégias, que também abordem questões estruturais, pressões de custo e ineficiências de mercado.

Por fim, a experiência do Brasil durante este período crítico oferece lições valiosas sobre a condução de políticas econômicas em cenários globais incertos. A história econômica do Brasil durante a pandemia ressalta a necessidade de uma abordagem cautelosa e equilibrada na condução da política monetária, bem como a importância de estratégias econômicas flexíveis e abrangentes. A pandemia da COVID-19 não apenas desafiou os modelos econômicos existentes, mas também forneceu uma oportunidade para repensar e inovar nas abordagens políticas para lidar com crises econômicas e de saúde pública.

Destarte, este estudo reforça a ideia de que a gestão eficaz da inflação em tempos de crise exige mais do que uma dependência na política monetária. Exige uma visão holística e adaptativa, que considere as várias dimensões da economia e as interações entre diferentes políticas e fatores econômicos. A experiência brasileira durante a pandemia do COVID-19 serve como um caso de estudo crucial, fornecendo insights valiosos sobre a interação entre choques econômicos e crises de saúde, e sobre como navegar em uma economia global cada vez mais interconectada e imprevisível.

Em conclusão, é importante ressaltar que a intenção deste trabalho não é oferecer uma solução definitiva ou resolver integralmente os questionamentos levantados sobre a política monetária e seus impactos, especialmente no contexto brasileiro durante a pandemia da COVID-19. Pelo contrário, o objetivo primordial desta monografia é introduzir e levantar a temática, estimulando uma reflexão mais profunda e um diálogo contínuo sobre essas questões complexas e multifacetadas. Com humildade, reconhecemos que o campo da economia, especialmente em períodos de crise, é repleto de variáveis e incertezas, e que novos

estudos e perspectivas são essenciais para um entendimento mais abrangente e evolutivo. Assim, esta monografia busca ser um ponto de partida, convidando acadêmicos, profissionais e interessados a explorar, questionar e contribuir para o enriquecimento deste campo de estudo vital para a nossa sociedade.

## REFERÊNCIAS

- Banco Central do Brasil. **Atas do Comitê de Política Monetária**. 228<sup>a</sup> a 251<sup>a</sup>.
- Banco Central do Brasil. **Relatórios de Inflação**. Março de 2022.
- BERNANKE, B. The new tools of monetary policy. **Discurso presidencial na American Economic Association**. 2022.
- BIELSCHOWSKY, R. **Pensamento Econômico Brasileiro 1930-1964**. 4<sup>a</sup> ed. Rio de Janeiro: Contraponto, 2000.
- BLANCHARD, Olivier. **Macroeconomia**. São Paulo: Pearson, 2017.
- BRESSER-PEREIRA, L.C. **New Developmentalism: development macroeconomics for middle-income countries**. Cambridge Journal of Economics, 2020.
- BRESSER-PEREIRA, L.C.; NAKANO, Y. **Fatores aceleradores, mantenedores e sancionadores da inflação**. Anais do X Encontro Nacional de Economia, Belém: ANPEC, 1984.
- CARVALHO, F. J. C. **Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil**. Brazilian Journal of Political Economy, 2005.
- CURADO, M. L.; DEZORDI, L. L. **A condução da política monetária brasileira, no regime de metas de inflação: uma análise da regra de Taylor**. 2004.
- DAVIDSON, P. **Post Keynesian Macroeconomic Theory**. Cheltenham: Edward Elgar, 1994.
- DAVIES, Glyn. **A history of money: from ancient times to the present day**. Cardiff: University of Wales Press, 2002.
- DE ALMEIDA FERNANDES, F.; DE GUIMARÃES E SOUZA, G. J. **A efetividade da política monetária sobre as expectativas de inflação no Brasil: um estudo após o regime de metas de inflação**. Revista Debates Em Economia Aplicada – REDEA, v. 3, n. 2, 2023.
- FISCHER, Stanley. **Macroeconomics**. New York: Worth Publishers, 2008.
- FONSECA, M. W. da. **Mecanismos de transmissão da política monetária no Brasil: uma análise pós-regime de metas de inflação**. Universidade Federal do Paraná, Curitiba, 2008.
- FRIEDMAN, Milton. **The Role of Monetary Policy**. *American Economic Review*, v. 58, n. 1. 1968.
- GALBRAITH, John Kenneth. **Money: whence it came, where it went**. Boston: Houghton Mifflin Company, 2017.

GIAMBIAGI, F; CARVALHO, J. C. **As metas de inflação: sugestões para um regime permanente.** 2001.

KEYNES, J. M. **The general theory: part I - preparation.** Cambridge: Macmillan, v. 13, 1973a. (The collected writings of John Maynard Keynes).

KEYNES, John Maynard. **A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda.** São Paulo: Nova Cultural, 2010.

KRUGMAN, Paul; WELLS, Robin. **Macroeconomia.** Editora Cengage Learning, 2020.

LÍBANIO, G. A. **Temas de política monetária: uma perspectiva pós-keynesiana.** 2004.

LOPES, J. C.; ROSSETTI, J. P. **Economia monetária.** 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

MACHADO, Cecília. **Políticas fiscais e monetárias em direções opostas e a inflação.** 2023.

MANKIW, N. Gregory. **Macroeconomia.** Tradução: Ana Beatriz Rodrigues. 8ª ed. Rio de Janeiro: LTC, 2015.

MILANOVIC, B. **The Real Pandemic Danger Is Social Collapse.** Foreign Affairs, 19 Mar. 2020.

MODENESI, A. **Política Monetária e Combate à Inflação.** In: EARP, F.S.; BASTIAN, E.F.; MODENESI, A. (Org.). **Como vai o Brasil? A economia brasileira no terceiro milênio.** 1 ed. Rio de Janeiro: Imã Editorial, v. 1, 2014.

MOLLO, M. L. R. **Ortodoxia e Heterodoxia Monetárias: a Questão da Neutralidade da Moeda.** Revista de Economia Política. V. 24(3). Setembro, 200

NEELY, Christopher J.; KARSON, Evan. **More Stories of Unconventional Monetary Policy.** Federal Reserve Bank of St. Louis Review, v. 103, 2021.

SICSÚ, J. **Políticas Não-Monetárias de Controle da Inflação: uma proposta pós-keynesiana.** Análise Econômica, v. 21, n. 1, jan.-mar. 2003.