

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA DO BANCO CENTRAL DO
BRASIL DURANTE A PANDEMIA COVID-19

Lucas de Luna Palmigiani

Matrícula: 1420478

Orientadora: Maria Claudia Gutierrez

Rio de Janeiro

Novembro 2021

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

CONDUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA DO BANCO CENTRAL DO
BRASIL DURANTE A PANDEMIA COVID-19

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

Lucas de Luna Palmigiani

Matrícula: 1420478

Orientadora: Maria Cláudia Gutierrez

Rio de Janeiro

Novembro 2021

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

Agradecimentos

Agradeço a minha mãe, Ana e ao meu pai, Erminio, pelo apoio incondicional durante toda a minha jornada de vida.

Agradeço a professora Maria Claudia Gutierrez, pela atenção e paciência ao me orientar durante a elaboração deste trabalho.

Sumário

Introdução	7
i. Revisão de Literatura	9
ii. As linhas de defesa dos Bancos Centrais contra crises	12
iii. A condução da política monetária no Brasil no período 2020-2021	14
iii.a Pré-eclosão da Covid-19: janeiro a fevereiro de 2020	14
iii.b Redução gradual da taxa de juros: março a dezembro de 2020.....	15
iii.c Normalização da política monetária e adoção da postura contracionista: o ano de 2021	21
Conclusão	27
Fontes de dados	28
Referências Bibliográficas	29

Lista de figuras

Figura 1- Expectativas de inflação (em %) no período 2020-2021	19
Figura 2 –Evolução das expectativas para taxa Selic (em %) ao ano (publicação de setembro/2020)	20
Figura 3 - Expectativas de inflação (em %) no período 2021-2023	22
Figura 4 – Valor do CDS Brasil (USD) entre 2020-2021	23
Figura 5 – Valor do CDS Turquia (USD) entre 2020-2021	23
Figura 6 - Indicador Ipea mensal FBCF – índices dessazonalizados	26

Resumo

O objetivo deste trabalho será analisar a condução da política monetária no período de 2020-21. Será examinada a estratégia adotada pelo Banco Central do Brasil para driblar os efeitos da crise gerada pela pandemia do COVID-19 no contexto global de adoção de políticas ultra acomodáticas pela maioria dos bancos centrais. Abordará assuntos como a baixa histórica da taxa SELIC, a adoção de instrumentos não-convencionais pelo Banco Central do Brasil e a importância do *forward guidance* na condução recente da política monetária, feito através de atas do Copom, Relatório de Inflação e apresentações do Presidente e dos Diretores do Banco Central.

Introdução

A pandemia causada pelo Covid-19 causou uma onda de repercussões ao redor de todo o mundo, afetando de forma simultânea a demanda e a oferta das economias. Durante o primeiro e segundo trimestres do ano de 2020 foram impostas medidas restritivas à população para preservar sua saúde e evitar o contágio, o que causou uma parada repentina, reduzindo bruscamente a atividade econômica. Houve um aumento substancial do grau de aversão ao risco dos investidores, afetando as economias dos países emergentes, incluindo o Brasil, que sofreu um impacto negativo sobre o real e os preços de *commodities*. Naquela ocasião, a expectativa era de que os efeitos sobre a economia global seriam, no mínimo, semelhantes ao da crise financeira de 2008.

O choque econômico afetou o lado da oferta da economia, quando foram impostas restrições à movimentação e acesso da população a escolas e ambientes de trabalho, tendo um efeito equivalente a um declínio temporário no nível de emprego. Nesse lado ainda estão contidos os efeitos negativos sobre grandes cadeias de fornecedores da China, Coreia do Sul, Japão e Estados Unidos.

Os efeitos sobre o lado da demanda podem ser classificados em diretos e indiretos. Os primeiros são os impactos sobre os serviços de provisão que, no Brasil, compõem 63% do PIB. Os efeitos indiretos são dados pela redução da renda e dos preços dos ativos brasileiros acompanhada por uma alta demanda por liquidez do sistema financeiro, vis a vis a incerteza dos agentes diante do cenário, que aumenta o preço do crédito.

Para manter a funcionalidade e preservar a confiança no mercado financeiro, o Banco Central do Brasil, de forma similar aos demais bancos centrais, tomou medidas visando manter o sistema bancário líquido, estável e capitalizado, para que os canais de crédito mantivessem seu padrão de operação. Foram providas condições que permitissem bancos rolar as dívidas dos segmentos mais afetados pela pandemia assim como estímulos monetários para dar suporte aos canais de crédito sem comprometer o controle da inflação.

Seriam os fundamentos da economia brasileira suficientes para permitir que o BCB fizesse uso de toda a extensão de seus instrumentos de política monetária? O arsenal da autoridade monetária brasileira seria capaz de manter a estabilidade financeira enquanto serve de apoio para a economia durante a crise global?

A motivação para abordar esse tema vem de um grande interesse em estudar o papel da política monetária durante um momento tão atípico da nossa história, assim como investigar como as autoridades monetárias fizeram uso de instrumentos não convencionais de política monetária autorizados na PEC Orçamento de Guerra aprovada pelo Congresso.

i. Revisão de Literatura

No curso das últimas décadas, tornou-se crescente a preocupação dos gestores de política econômica em relação à estabilidade de preços, uma vez que os custos sociais e econômicos da inflação se tornaram mais evidentes. O debate entre as autoridades monetárias tem sido cada vez mais focado no que o Banco Central pode fazer no longo prazo, que é o controle da taxa de inflação, estabelecendo um comprometimento institucional do órgão com a estabilidade de preços e evitando o problema da inconsistência intertemporal na política monetária evidenciado por Kydland e Prescott (1977).

Em 1999, foi estabelecida, no Brasil, como a diretriz para a fixação do regime de política monetária, a sistemática de metas para a inflação como um compromisso institucional. A adoção desse sistema foi fundamental para que o Banco Central pudesse desenvolver uma modelagem que se preocupa em incorporar toda a informação disponível para a tomada de decisão, permitindo aos *policy makers* uma análise quantitativa e estruturada, baseada em dados reais, assim como um reforço na atitude *forward looking* do órgão.

Bogdansky (2000) mostra o grupo de modelos estruturais que visa identificar e simular o mecanismo de transmissão de política monetária no Brasil, contendo os principais canais de transmissão e suas respectivas defasagens. Um modelo estrutural que representa esse grupo seria composto por uma curva IS, que explica o hiato do produto como função da taxa de juros, da taxa real de câmbio e de suas próprias defasagens; uma curva de Phillips, que define a taxa de inflação atual em função das suas próprias defasagens, das expectativas de inflação, do hiato do produto e da taxa nominal de câmbio; uma condição de equilíbrio no mercado de câmbio, que relaciona a diferença entre as taxas de juros domésticas e internacionais com a taxa esperada de desvalorização cambial e o prêmio de risco; e uma regra de reação da política monetária, que pode ser calculada de forma determinística ou estocástica. Uma maneira simplificada de representar os modelos que simulam os mecanismos de transmissão de política monetária é dada pelas equações:

$$h_t = \beta_0 + \beta_1 h_{t-1} + \beta_2 h_{t-2} + \beta_3 r_{t-1} + \varepsilon_t^h \quad (I)$$

$$\pi_t = \alpha_1 \pi_{t-1} + \alpha_2 E_t(\pi_{t+1}) + \alpha_3 \pi_{t-2} + \alpha_4 h_{t-1} + \alpha_5 \Delta(p_t^F + e_t) + \varepsilon_t^n \quad (II)$$

$$E_t e_{t+1} - e_t = i_t - i_t^F - x_t \quad (III)$$

$$i_t = \rho i_{t-2} + (1 - \rho)[\alpha_1 + \alpha_2(\pi^e - \pi^*) + \alpha_3 h_t + \alpha_4(e_t - \bar{e}_t)] + \varepsilon_t \quad (IV)$$

As equações (I), (II) e (III) são apresentadas no site do Banco Central do Brasil, enquanto a equação (IV) foi especificada pelos economistas Cleiton de Jesus e Thiago Lopes (2017).

Onde (I) é uma curva IS de frequência trimestral, h representa o hiato do produto, r é o log da taxa real de juros e ε^h , um choque de demanda.

(II) é uma Curva de Phillips, onde π é o log da inflação, h é o log do hiato do produto, p^F é o log do índice de preços ao produtor externo, e é o log da taxa de câmbio, Δ é um operador de primeira diferença, $E_t(\cdot)$ é um operador de expectativa, condicional à informação disponível em t e ε^n um choque de oferta.

(III) representa o equilíbrio no mercado de câmbio, sendo e o log da taxa de câmbio, i o log da taxa de juros doméstica, i^F é o log da taxa de juros externa e x o log do prêmio de risco.

A equação (IV) representa uma especificação *forward looking* da regra de Taylor, onde i_t representa a taxa de juros em cada período t , π^e é a expectativa de inflação, π^* é a meta para a inflação do período seguinte, h_t é o hiato do produto. O termo $(e_t - \bar{e}_t)$ é a variação percentual da taxa de câmbio em relação à sua tendência de longo prazo. O termo de erro, ε_t , representa choques exógenos sobre a taxa de juros e ρ é um parâmetro que mede o grau de suavização da taxa de juros, contido no intervalo $(0, 1)$.

Tendo em mãos esse modelo somado ao amplo conjunto de informações, o Banco Central pode quantificar medidas a serem tomadas para que a inflação convirja para a meta no horizonte relevante, como o ajuste do seu principal instrumento, a taxa básica de juros. Os gestores também podem avaliar a necessidade do uso de um instrumento não-convencional de política monetária, como o *forward guidance*, quando a função reação

especificada nesse modelo ceder taxas de juros que possam trazer instabilidade aos preços.

Para avaliar o impacto da pandemia sobre a função reação do Banco Central do Brasil vis-à-vis a de outros países, serão utilizadas informações do próprio Banco Central do Brasil, assim como do BIS (*Bank for International Settlements*). A resposta brasileira será comparada com a das economias desenvolvidas, tendo assim uma base para avaliar a eficiência das medidas tomadas.

ii. As linhas de defesa dos Bancos Centrais contra crises

Durante períodos de crise econômica, os Bancos Centrais têm dois objetivos principais: prover condições para que o sistema financeiro continue funcionando, evitando danos de longo prazo para a economia; e servir de apoio para a iniciativa privada de forma a restaurar a confiança dos agentes econômicos. No caso do Brasil, esses objetivos estão condicionados à manutenção da estabilidade de preços através do regime de metas para a inflação. Para cumprir essa dupla missão, as autoridades monetárias devem se desdobrar em suas funções de gestores de política monetária, reguladores dos bancos e credores de último recurso.

À primeira vista, os objetivos das funções de direcionar política monetária e ser credor de último recurso são diferentes, porém os instrumentos utilizados por cada uma muitas vezes se sobrepõem. A primeira função tem como objetivo guiar a demanda agregada, ao passo que a segunda, o de estabilizar o sistema financeiro.

Desde a Crise do *Subprime*, os Bancos Centrais têm cada vez mais se apoiado em instrumentos não convencionais de política monetária, alguns deles com impacto sobre seus balanços patrimoniais, uma ferramenta típica da função de credor de última instância, para direcionar a demanda agregada e estabilizar o sistema financeiro. Essa alternativa surge diante do cenário de esgotamento da política monetária convencional, quando o *effective lower bound* para a taxa de juros é atingido, não sendo mais possível reduções adicionais nas taxas de juros de curto prazo. De fato, os dois objetivos citados estão interligados. Podemos observar isso quando ocorrem operações que fornecem capital a uma taxa de juros favorável aos bancos, com a condição destes o repassarem em forma de crédito para as famílias e firmas, o que traz liquidez ao Banco Central, permitindo-o conduzir a demanda agregada.

Para influenciar o custo do capital para o sistema financeiro de forma ampla, os Bancos Centrais utilizam a sua primeira linha de defesa: as taxas de juros de curto prazo. No caso do Banco Central do Brasil, a taxa básica de juros é decidida em reuniões periódicas pelos diretores e o presidente do Copom. Medidas que envolvem alterações nessa taxa de juros têm um longo alcance e carregam um sinal, que pode ser responsável por restaurar a confiança dos investidores em épocas de incerteza.

Uma combinação entre ajustes nas taxas de juros e a utilização de um *forward guidance* tem se tornado cada vez mais necessária para ajudar a formar as expectativas

dos agentes em relação às taxas de juros futuras. No contexto das economias emergentes, fazer reduções nas taxas de juros de curto prazo em momentos de estresse pode ser inviável, pois acarretaria uma fuga de capitais. Em casos como esse, em que é necessária estabilização do câmbio e dos preços, pode-se utilizar um pequeno aumento da taxa básica de juros, ou mantê-la constante associada a uma prescrição futura como a utilizada pelo Banco Central Europeu Mario Draghi, Vítor Constâncio (2013) entre os anos de 2013 e 2016:

“The Governing Council expects the key ECB interest rates to remain at present or lower levels for an extended period of time. This expectation is based on the overall subdued outlook for inflation extending into the medium term, given the broad-based weakness in the real economy and subdued monetary dynamics.”

As operações que transferem fundos para instituições financeiras, como os contratos de recompra, são a ferramenta principal na manutenção da liquidez do sistema financeiro em tempos de estabilidade e compõem a segunda linha de defesa. Estes procedimentos podem ser desenhados para servir de apoio para segmentos específicos do mercado e podem envolver moeda estrangeira para aliviar pressões sobre o câmbio. No Brasil, elas são representadas, em sua grande maioria, pelas operações de mercado aberto, onde o Banco Central toma ou empresta recursos por meio de leilões de títulos públicos federais com compromisso de recompra. Também podem ser realizadas operações de *swap* cambial e negociações no mercado secundário de títulos federais registrados no Selic.

O conjunto de ferramentas que constitui a terceira linha de defesa é dado pelas negociações diretas de ativos privados, como *commercial papers*, títulos corporativos e moeda estrangeira, que são capazes de alterar sua escassez relativa e influenciar a liquidez em determinados segmentos do mercado. Por esse motivo, essas operações têm um efeito mais direto sobre a valoração dos ativos quando comparadas às operações de outras ferramentas, como as de mercado aberto. Estas movimentações podem servir como uma sinalização sobre o futuro da política monetária, ajudando a formar expectativas, o que, por sua vez, contribui para a redução da incerteza.

Constituindo uma quarta linha de defesa, temos o recurso que os Bancos Centrais possuem de agir como uma entidade reguladora para coordenar os mercados e intermediários financeiros. Em situações que envolvem a intervenção do Banco Central do Brasil como regulador, este costuma realizar alterações no compulsório ou na taxa de desconto, que contribuem para manter a estabilidade da moeda.

iii. A condução da política monetária no Brasil no período 2020-2021

iii.a Pré-eclosão da Covid-19: janeiro a fevereiro de 2020

Em sua primeira reunião de 2020, a 228ª Reunião em fevereiro, os membros do Copom deram início às suas avaliações sobre as condições financeiras do país de maneira relativamente otimista. Mesmo com a produção industrial tendo um desempenho abaixo do esperado e a ociosidade dos fatores de produção continuando elevada, ocorreu uma recuperação no mercado de trabalho.

O cenário no ambiente externo foi favorável para as economias emergentes nos meses de janeiro e fevereiro de 2020, o que tornou possível uma ampliação do grau de estímulo monetário e a evolução dos fundamentos econômicos, pavimentando o caminho para a continuidade das reformas.

Diante da incerteza gerada pela possibilidade de eclosão da pandemia Covid-19, prevalecia um elevado grau de incerteza sobre seu impacto sobre os preços de ativos financeiros e *commodities*. Uma vez que os efeitos de um eventual surto sobre a desaceleração da economia global e a reação dos ativos financeiros ainda não eram conhecidos, a consequência deste sobre a condução da política monetária ainda era incerta e o grau de ociosidade mensurado estava considerado defasado.

O nível elevado de ociosidade na economia criou um possível cenário de trajetória para a inflação com níveis abaixo do esperado. Em contrapartida, o estímulo monetário indicava a possibilidade de trajetória da inflação acima do esperado, o que se acentua caso não ocorra a continuidade das reformas e ajustes necessários para a economia brasileira.

Em sua 228ª Reunião, em fevereiro de 2020, o Copom avaliou que as expectativas de inflação estavam ancoradas no primeiro bimestre do ano, projetou níveis de inflação abaixo ou ao redor da meta para o horizonte relevante de política monetária e observou um grau elevado de ociosidade na economia. Diante disso, o Comitê prescreveu política monetária expansionista, com taxa de juros abaixo da estrutural. Foi decidido, por unanimidade, uma redução da taxa básica de juros em 0,25 ponto percentual, para 4,25% a.a.

iii.b Redução gradual da taxa de juros: março a dezembro de 2020

Em março/2020, as informações disponíveis já eram suficientes para que o Copom considerasse evidente, em sua 229^a Reunião, que a pandemia trouxe efeitos contracionistas sobre a economia global, transformando um ambiente que, antes benigno para as economias emergentes, em desafiador, com uma piora das condições financeiras causada pelo aumento da aversão ao risco e a realocação de ativos. Diante disso, tanto medidas fiscais quanto monetárias seriam necessárias para atenuar os efeitos contracionistas sobre o nível de atividade advindos do Covid-19. Mesmo considerando as defasagens das medidas de política monetária para estimular a demanda, essa política seria importante para acelerar o processo de recuperação da economia quando as restrições iniciais impostas fossem arrefecidas.

O elevado nível de ociosidade manteve a expectativa de uma trajetória da inflação abaixo da meta, se acentuando caso a pandemia se prolongue, com reversão mais lenta de seus efeitos, aumentando a incerteza, a poupança precaucional e, conseqüentemente, reduzindo a demanda agregada por mais tempo ou com magnitude maior que a esperada. Em contrapartida a deterioração da situação dos países estrangeiros, frustrações em relação à continuidade das reformas e políticas do governo de combate aos efeitos da pandemia que piorem a trajetória fiscal podem aumentar os prêmios de risco. Os programas de estímulo ao crédito e de recomposição de renda, por sua vez, podem fazer com que a redução da demanda agregada seja menor do que a esperada, o que cria uma assimetria no balanço de riscos. Os fatores mencionados podem implicar uma trajetória para a inflação acima do projetado no horizonte relevante para a política monetária.

No que tange especificamente a economia brasileira, o choque de oferta advindo da interrupção nas cadeias produtivas, o choque sobre os custos de produção, originado por uma oscilação dos preços das *commodities* e ativos financeiros relevantes e o recuo da demanda agregada dado pelo aumento da incerteza e das restrições à locomoção compõem três canais de transmissão para a inflação prospectiva. A independência da economia nacional com as cadeias de produção estrangeiras fez com que o choque de oferta tivesse pouca intensidade, no sentido quantitativo, por outro lado a variação nos preços das *commodities* e dos ativos financeiros teve um efeito desinflacionário significativo no curto prazo que, no entanto, deve ser temporário. A contração da demanda, por sua vez, tende a ser impactante para o horizonte relevante para a política monetária, uma vez que as restrições sobre a locomoção por conta do alastramento da

pandemia têm efeitos significativos sobre a atividade econômica. Para combater esse último efeito, as autoridades monetárias chegaram à conclusão, em sua 229ª Reunião, em março/2020, que era necessário reduzir a taxa básica de juros em, no mínimo, 0,5 ponto percentual. Dito isso, foi discutido, nessa mesma Reunião, que a decadência do cenário externo combinada a alterações no processo de ajuste das contas públicas pode ameaçar o movimento descendente dos juros estruturais que vinha sendo observado nos últimos anos. Por esse motivo, uma redução da taxa básica de juros de mais de 0,5 ponto percentual poderia ter resultados adversos, piorando as condições financeiras.

Tendo em mãos esse conjunto de informações e após duas reuniões, o Banco Central do Brasil deu início ao uso da sua primeira linha de defesa. O Copom decidiu fazer uma redução da taxa básica de juros em 0,25 ponto percentual, para 4,25% a.a. em sua 228ª Reunião, em fevereiro/2020, seguida de outra redução em 0,5 ponto percentual, para 3,75% a.a. em sua 229ª Reunião, no mês de março, agindo com cautela para que a inflação convergisse para a sua meta no horizonte dos anos 2020 e 2021. Foi decidido que a medida cabível era a política monetária expansionista, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural, enfatizando que a recuperação da economia deve ser associada à continuidade do processo de reformas. Se esse processo for interrompido, ou ocorrerem alterações permanentes no ajuste das contas públicas, a taxa de juros estrutural deverá ser elevada, de forma que futuros relaxamentos monetários poderiam ser contraproducentes.

Em março de 2020 o Banco Central anunciou um pacote de medidas que aumentou a liquidez do Sistema Financeiro Nacional em R\$ 1,2 trilhão e gerou um potencial de expansão do volume de crédito da economia em R\$ 1,16 trilhão, com o objetivo de prover condições para as instituições financeiras atenderem às demandas do mercado. Tais medidas também serviram como uma sinalização para os agentes econômicos, passando a mensagem que o Banco Central possui um vasto arsenal para combater a crise e vai utilizar, de forma simultânea, várias de suas linhas de defesa para prover as instituições e combater a crise em várias frentes.

Através de uma redução do compulsório, (CIRCULAR Nº 3.993, DE 23 DE MARÇO DE 2020), de 25% para 17% até 20 de novembro de 2020, o Banco Central tornou possível para os bancos utilizarem um total de R\$ 68 bilhões que antes deveriam compor a alíquota dos depósitos compulsórios sobre recursos a prazo, o que disponibilizou mais empréstimos e financiamentos.

As instituições financeiras que operam junto ao Fundo Garantidor de Créditos passaram a ter a possibilidade de captarem depósitos de maior montante com o Novo

depósito a prazo com garantias especiais (RESOLUÇÃO Nº 4.785, DE 23 DE MARÇO DE 2020), contando com a garantia do FGC, limitada agora a R\$ 20 milhões de reais por titular.

Com a Linha Temporária Especial de Liquidez (RESOLUÇÃO Nº 4.786, DE 23 DE MARÇO DE 2020), Banco Central passou a ser capaz de realizar empréstimos para as instituições financeiras lastreados em títulos privados, o que proporcionou a essas instituições condições melhores para manter a liquidez em suas operações. Tal medida teve um potencial de liberação de crédito no mercado de R\$ 91 bilhões de reais.

Para proporcionar liquidez no longo prazo, em contraposição à demanda por liquidez das famílias e firmas no curto prazo, o Banco Central passou a realizar operações compromissadas com lastro em títulos públicos, pelo prazo de até um ano, atuando como um doador de recursos. Os bancos também deixaram de ser obrigados a deduzir os tributos das suas operações de proteção contra exposição em moeda estrangeira originada dos seus investimentos no exterior (*overhedge*), permitindo uma folga de capital diante das perdas causadas pela desvalorização cambial.

Em maio de 2020, foi aprovada no Senado a PEC do Orçamento de guerra (Emenda Constitucional nº 106 de 07/05/2020), visando criar um regime que facilitasse a execução do orçamento, separando os gastos realizados durante o enfrentamento a pandemia do coronavírus do orçamento geral da União.

Essa medida suspendeu a “regra de ouro”, que proíbe a emissão de títulos públicos com valor superior ao das despesas de capital durante o estado de calamidade pública. Um comitê de gestão da crise ficou responsável por aprovar ações que tratassem de compras e contratação de pessoal, obras e serviços direcionados ao enfrentamento da calamidade, divulgando esses atos na internet. O Banco Central pôde injetar recursos na economia através da aquisição de títulos públicos e privados e operações com empresas. O Congresso Nacional tinha o poder de suspender as decisões do comitê de gestão de crises ou do Banco Central quando considerasse que houvesse irregularidades ou extrapolação dos limites impostos pela Emenda.

No decorrer do segundo trimestre, o Copom avaliou, à luz do conjunto de informações disponível, que estaria encaminhada uma forte contração econômica para a segunda metade de 2020, considerando um cenário base de queda forte do PIB no primeiro semestre. A elevação do grau de incerteza foi responsável por um aumento da poupança precaucional, que, por sua vez, levou a uma redução da demanda agregada. Enquanto não houve avanços médicos, como uma vacina para conter a pandemia, a

retomada não foi apenas lenta, mas caracterizada por idas e vindas. No entanto, apesar de estar correlacionado com um aumento da fragilidade fiscal, o choque de demanda teve um efeito desinflacionário que revisou as expectativas de inflação para abaixo das metas, conforme observado na pesquisa Focus e nas expectativas implícitas nos títulos públicos.

Ao discutir sobre o grau de estímulo adequado para o momento, considerando as projeções de inflação que cediam valores esperados abaixo da meta, o comitê julgou adequado um aumento residual no grau de estímulo monetário. Para agir com a cautela necessária, foi discutido o uso de um *forward guidance* como instrumento de política monetária adicional pela primeira vez no ano. As autoridades monetárias puderam então transmitir sua visão sobre suas ações futuras com o objetivo de ajustar as expectativas dos agentes econômicos. Essa medida é mais desafiadora nos países emergentes devido à sua maior fragilidade nos fundamentos econômicos quando comparada com os países desenvolvidos. A prescrição futura teve intenções de política assimétricas, em que condicionou a promessa da não elevação da taxa de juros, que poderia ser reduzida, ao cumprimento de condições necessárias. Em especial, as expectativas de inflação de longo prazo deveriam estar ancoradas e não poderia haver ruptura na manutenção do regime fiscal.

Expectativas de inflação (em %) no período 2020-2021

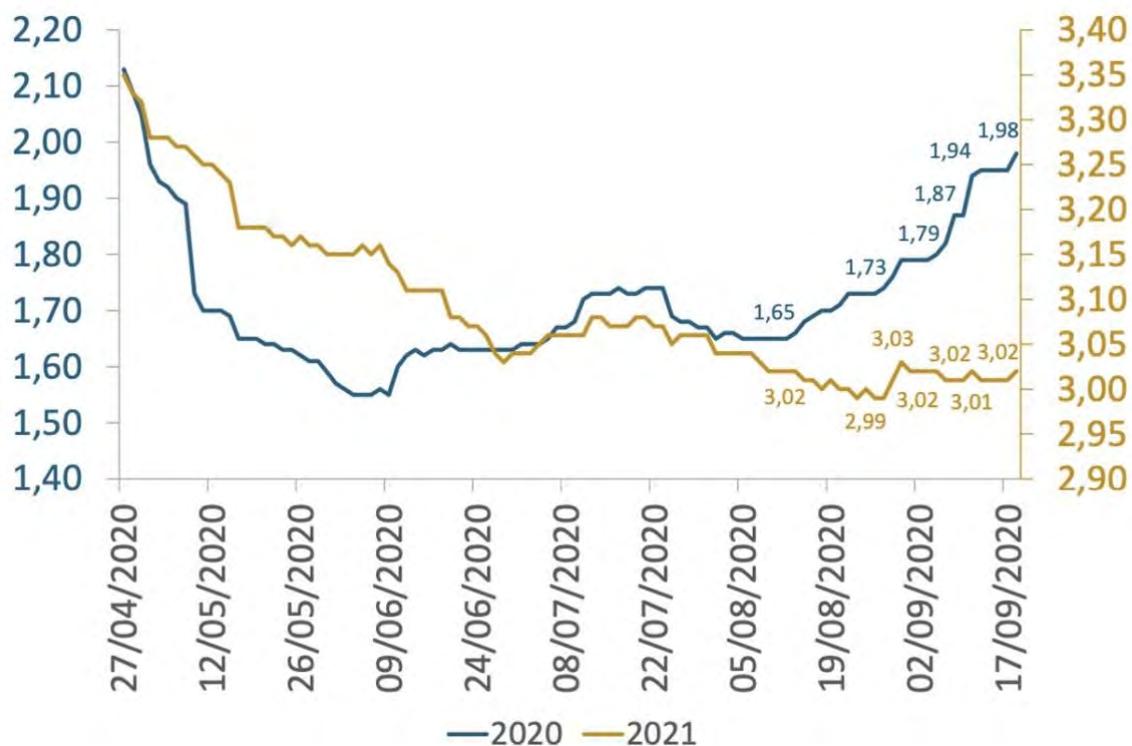


Figura 1- Expectativas de inflação (em %) no período 2020-2021

Fontes: Ipea, BCB

A resposta do Banco Central a esse cenário turbulento foi realizar reduções sucessivas da taxa básica de juros nos meses de maio, junho e agosto assumindo uma postura estimulativa. As duas primeiras foram reduções em 0,75 ponto percentual, primeiro para 3,00% a.a. e depois para 2,25% a.a. A redução de agosto foi de 0,25 ponto percentual, para 2,00% a.a. e, ao chegar nesse nível, o comitê revelou que estaríamos próximos do limite a partir do qual reduções adicionais poderiam trazer instabilidade nos preços dos ativos.

Evolução das expectativas para taxa Selic (em %) ao ano (publicação de setembro/2020)

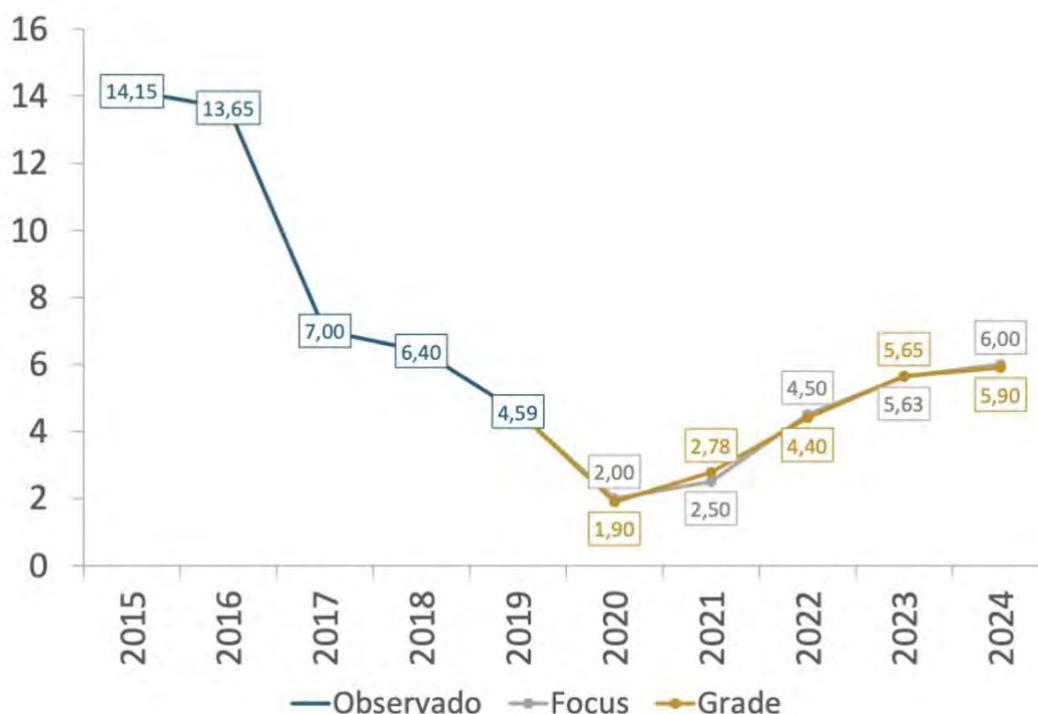


Figura 2 –Evolução das expectativas para taxa Selic (em %) ao ano (publicação de setembro/2020)

Fontes: Ipea, BCB

Dessa forma, na 232ª reunião do Copom, em agosto de 2020, foi instaurado um *forward guidance* como instrumento de política monetária, anunciando que o grau de estímulo monetário não seria reduzido a menos que as expectativas e projeções de inflação estivessem suficientemente próximas da meta de inflação no horizonte relevante de política monetária, condicionado à ancoragem das expectativas de inflação de longo prazo e à manutenção do regime fiscal atual.

Essa ferramenta contribuiu para uma diminuição da volatilidade na curva de juros, guiando as expectativas de mercado ao enviar um sinal a respeito da trajetória da taxa de juros durante o período em que as condições econômicas justificaram seu uso.

iii.c Normalização da política monetária e adoção da postura contracionista: o ano de 2021

O surgimento de novas cepas do vírus levou a uma regressão da mobilidade, impactando negativamente a economia no curto prazo. No médio prazo, a expectativa era de recuperação da atividade, guiada pelos novos estímulos fiscais e os programas de imunização dos países desenvolvidos. No entanto, os questionamentos a respeito dos riscos inflacionários nas principais economias levaram a uma revisão dos preços dos ativos financeiros, tornando o ambiente mais desafiador para as economias emergentes.

No Brasil, os indicadores referentes ao final do ano de 2020 e início de 2021 causaram uma impressão positiva nos agentes, mostrando um movimento de recuperação da economia mesmo diante da intensidade da segunda onda da pandemia. O Copom avaliou, em sua 236ª Reunião, que duas das condições necessárias para a manutenção do *forward guidance* adotado em sua 232ª Reunião seguiam satisfeitas: o regime fiscal permaneceu inalterado e as expectativas de inflação de longo prazo permaneceram ancoradas, porém as projeções de inflação do cenário básico do BC em janeiro de 2021 estavam suficientemente próximas da meta para o horizonte relevante, ou seja, a terceira condição deixou de ser satisfeita. Por esse motivo, o Comitê decidiu interromper o *forward guidance* em janeiro de 2021.

Esses indicadores, no entanto, ainda não continham os efeitos do aumento do número de casos de Covid-19 e do surgimento de novas variantes do vírus, mantendo a incerteza sobre a recuperação e o crescimento da economia acima da usual, com destaque para o primeiro e segundo trimestres de 2021, quando era esperado o arrefecimento dos efeitos dos auxílios emergenciais.

Apesar da alta pressão inflacionária de curto prazo observada em janeiro de 2021, o Comitê avaliou os choques da época como temporários na sua 237ª Reunião, em março de 2021, mesmo demonstrando mais persistência do que o esperado.

O aumento do preço das *commodities* no mercado internacional observado ao longo dos anos de 2020 e 2021 levou a um aumento dos preços de alimentos, combustíveis e bens industriais, o que elevou as projeções de inflação no período. A elevação do patamar de bandeira tarifária de energia elétrica contribuiu para manter a inflação pressionada no curto prazo. A expectativa de inflação para 2021 foi de 3,4% em janeiro, passando para 4,6% em março e chegando até 9,0% na reunião de outubro. Esse processo inflacionário persistente fez com que as expectativas para o ano de 2022

passassem a ser de menor crescimento, com a reversão dos estímulos fiscais e a gradual normalização da política monetária, o que torna o cenário mais desafiador para as economias emergentes.

Expectativas de inflação (em %) no período 2021-2023

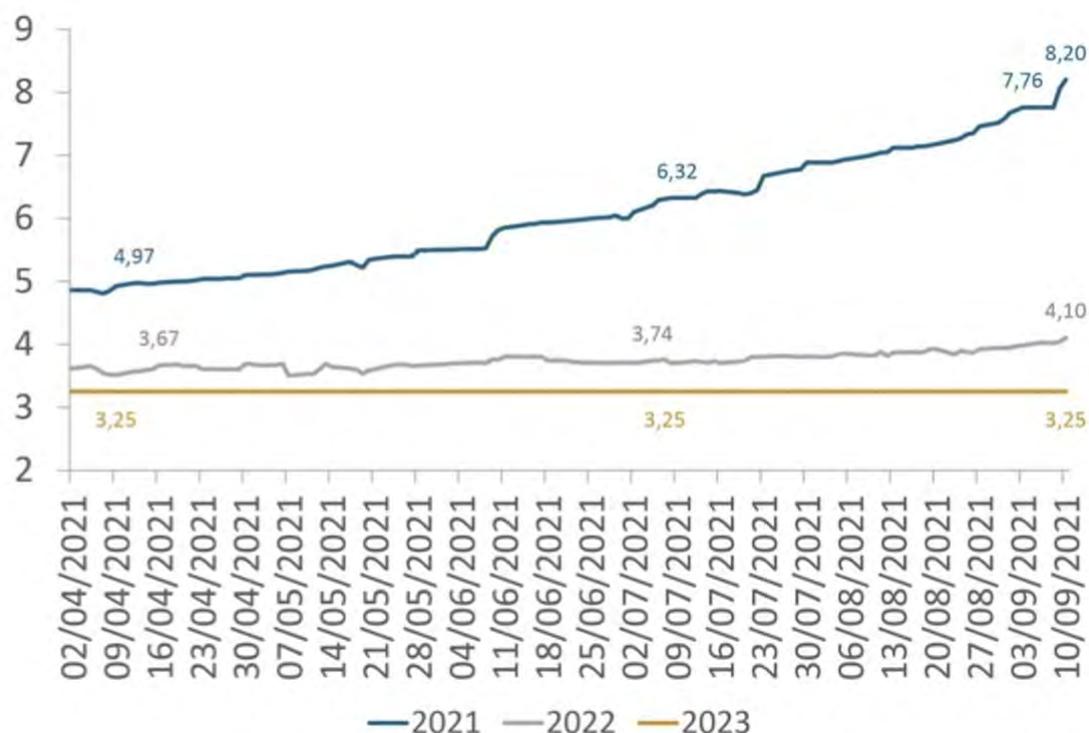


Figura 3 - Expectativas de inflação (em %) no período 2021-2023

Fontes: Ipea, BCB

Em relação aos fatores de risco, o nível de ociosidade teve potencial para produzir uma trajetória de inflação abaixo do esperado, sobretudo com a ociosidade do setor de serviços. Esse risco seria maior caso a reversão dos efeitos da pandemia fosse mais demorada do que o esperado anteriormente, ou que a mesma seja agravada, perpetuando o ambiente de elevada incerteza e aumento da poupança precaucional.

Sob a ótica da política fiscal, o possível prolongamento das políticas fiscais de resposta aos efeitos da pandemia com efeitos fiscais adversos, ou uma interrupção da continuidade das reformas econômicas prometidas, poderia elevar os prêmios de risco

Valor do CDS Brasil (USD) entre 2020-2021

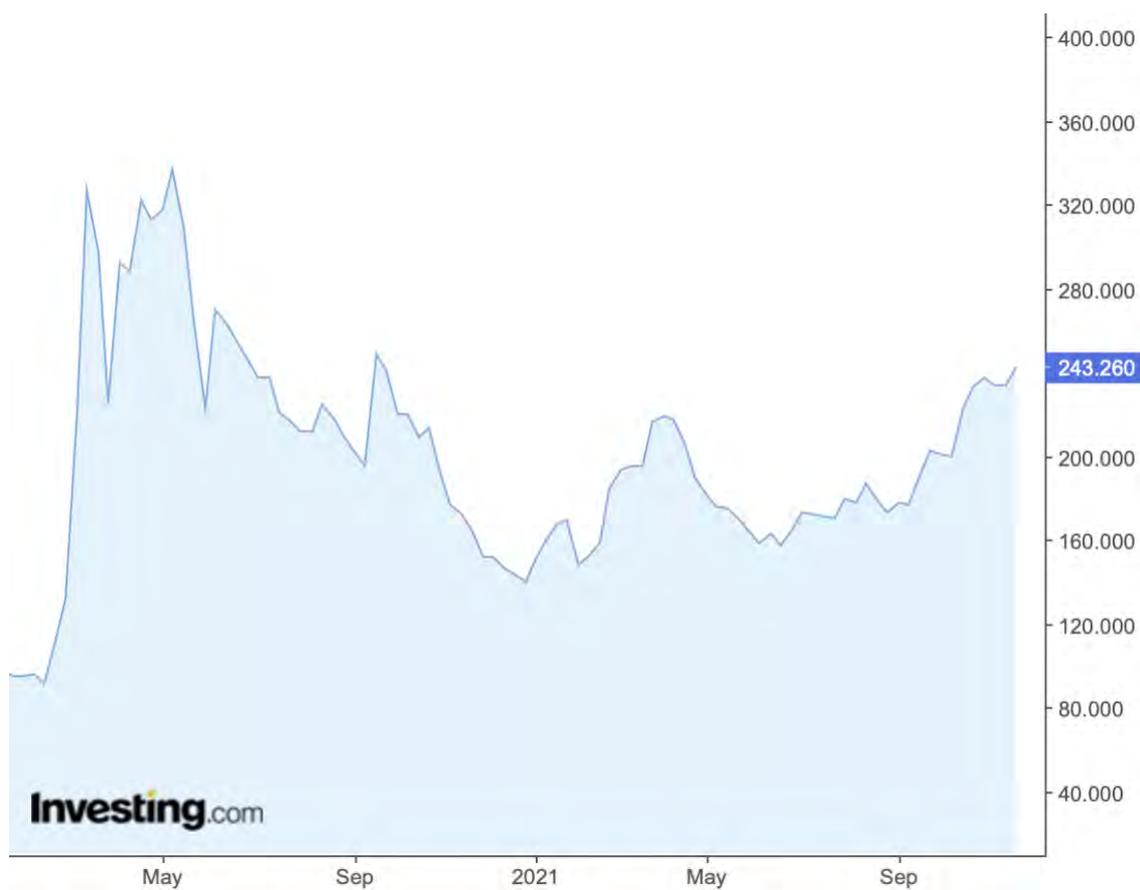


Figura 4 – Valor do CDS Brasil (USD) entre 2020-2021

Fonte: investing.com

Valor do CDS Turquia (USD) entre 2020-2021

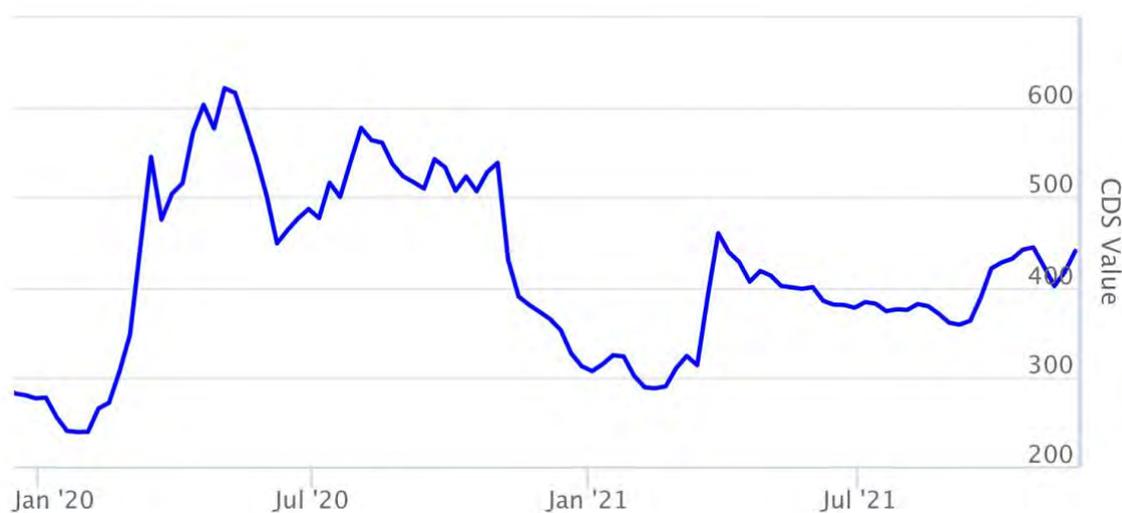


Figura 5 – Valor do CDS Turquia (USD) entre 2020-2021

Fonte: World Government Bonds

Pressões adicionais sobre a taxa de câmbio poderiam criar uma assimetria altista no balanço de riscos, produzindo trajetórias para o nível inflação acima do projetado no horizonte relevante para a política monetária.

A característica da pandemia de progredir de forma imprevisível e o fato de ser necessário um ajuste dos gastos públicos em 2021 contribuíram para um aumento da incerteza sobre a retomada da atividade econômica. Mesmo que os riscos associados ao fim dos efeitos dos auxílios emergenciais pudessem levar a uma letargia, ou até mesmo reversão da retomada da atividade econômica, o Copom manteve, na sua 237ª Reunião, em março de 2021, uma perspectiva de recuperação sólida da atividade econômica para o segundo semestre, quando os efeitos da vacinação se tornaram mais abrangentes.

O surgimento de novas cepas do vírus da Covid-19 que passou a ocorrer a partir de janeiro de 2021, aliado a discussão sobre um aumento de inflação nos Estados Unidos e nas demais economias avançadas se tornaram novas fontes de risco para a atividade e os preços dos ativos dos países emergentes. Em contraposição, o avanço dos programas de imunização contra a Covid-19 e a comunicação dos bancos centrais das principais economias de que as políticas de estímulo teriam longa duração atua em direção oposta a esses novos riscos.

Entre os meses de maio e agosto de 2021, o Copom avaliou que os avanços do combate a pandemia na área da saúde, os estímulos fiscais dos países desenvolvidos e a sinalização dos bancos centrais das economias avançadas de que os estímulos monetários teriam longa duração promoveram um crescimento robusto no período. No entanto, a possibilidade de um aumento duradouro da inflação nos Estados Unidos poderia tornar o ambiente desafiador para as economias emergentes.

O Comitê considerou, em sua 238ª Reunião, que os dados disponíveis de atividade surpreenderam positivamente, indicando que o segundo semestre do ano deveria ter uma retomada robusta da atividade. Os dados do mercado de trabalho formal sugeriram que a ociosidade da economia foi reduzida de forma mais rápida do que o anteriormente esperado. Nessa mesma reunião, o Copom julgou apropriada uma elevação de 0,75 ponto percentual da taxa de juros, após ponderar que os riscos fiscais de curto prazo seguiam elevados, implicando um viés de alta nas projeções de inflação, que se mostraram levemente inferiores à meta para 2022.

No mês de junho de 2021, em sua 239ª Reunião, o Comitê observou que a mediana das projeções de crescimento, segundo a pesquisa Focus, foi revisada significativamente

se tornando mais otimista do que as projeções de seu cenário básico. Também avaliou que os riscos baixistas para a inflação, advindos dos fatores que poderiam afetar a recuperação da economia, se reduziram de forma significativa.

De acordo com o cenário básico, as projeções de inflação estavam próximas da meta para 2022, porém, mesmo com uma evolução positiva recente, os riscos fiscais continuaram implicando viés de alta nas projeções. Com tal assimetria no balanço de riscos, o Comitê julgou apropriado um grau de estímulo menor, de forma que, caso não houvesse mudanças nos fatores condicionantes da inflação, elevações sucessivas dos juros até o patamar neutro implicavam projeções em torno da meta de inflação no horizonte relevante.

O Copom observou, em sua 240ª Reunião, que, de acordo com seu cenário básico, as projeções de inflação estavam alinhadas com as metas para 2022 e 2023. A persistente assimetria no balanço de riscos justificou uma trajetória mais contracionista para a política monetária do que a utilizada no cenário básico. A piora nos componentes inerciais dos índices de preços diante da reabertura do setor de serviços poderia causar uma maior deterioração das expectativas de inflação, tornando mais custosa uma convergência para a meta no futuro. Para reforçar o compromisso de persecução das metas de inflação, foi decidido que um ajuste mais tempestivo da política monetária era a estratégia apropriada para que a inflação convergisse para as metas de 2022 e 2023.

Em sua 241ª Reunião, em setembro de 2021, o Comitê observou dois novos fatores de risco para as economias emergentes: a redução do crescimento esperado das economias asiáticas, como reflexo da evolução da variante Delta da Covid-19 e as surpresas inflacionárias que levaram a um aperto das condições monetárias em diversas das economias emergentes. A partir dessa mesma reunião, as medidas de inflação passaram a se apresentar em níveis acima do intervalo compatível com o cumprimento da meta. Na reunião seguinte (242ª Reunião), em outubro, o Comitê avaliou que os questionamentos em relação ao arcabouço fiscal acentuaram o risco de desancoragem das expectativas de inflação, o que aumentou a assimetria altista no balanço de riscos, implicando maior probabilidade de trajetórias para inflação acima do projetado.

Uma vez que, através de seu cenário básico, o Comitê projetou níveis de inflação acima da meta para 2022 e ao redor da meta para 2023 na sua 241ª Reunião (setembro/2021) e a assimetria altista no balanço de riscos se mostrou persistente ao longo do ano de 2021, o Copom concluiu que era necessário um aperto monetário mais acentuado do que o praticado entre fevereiro e agosto de 2021, assumindo assim uma

postura contracionista, caracterizada por elevações da taxa de juros cada vez mais acentuadas, até o patamar acima do neutro, visando obter projeções para a inflação em torno da meta no horizonte relevante de política monetária. Tendo como norte o seu cenário básico, o Copom realizou uma elevação da taxa de juros para 2,75% a.a. em sua 237ª Reunião, em março de 2021, seguida de mais duas elevações de igual magnitude em maio (238ª Reunião) e em junho (239ª Reunião) chegando a 4,25% a.a. num período em que julgou necessária a normalização da taxa de juros para um patamar considerado neutro. Em agosto (240ª Reunião) e setembro (241ª Reunião), o ajuste foi de 1,00 ponto percentual, marcando o início de um ciclo de ajuste mais tempestivo, para patamar acima do neutro, chegando a 6,25% a.a. e sendo seguido de uma elevação ainda maior, de 1,50 ponto percentual em sua 242ª Reunião, em outubro, até 7,75% a.a. sendo condizente com a adoção de postura contracionista do Banco Central.

Observando as pesquisas de atividade econômica do Ipea, uma breve análise do indicador de Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), referente ao investimento, nos mostra que o nível de atividade teve uma recuperação significativa nos anos de 2020 e 2021, se mantendo acima da média móvel trimestral. Esse resultado é uma evidência dos efeitos positivos das medidas de política monetária implementadas nesse período.

Indicador Ipea mensal FBCF – índices dessazonalizados



Figura 6 - Indicador Ipea mensal FBCF – índices dessazonalizados

Fonte: Ipea

Conclusão

Ao longo deste trabalho, analisamos as medidas tomadas pelo Banco Central de forma que pudemos avaliar se a política monetária no Brasil foi eficiente no combate aos efeitos da crise, comparando-a com as medidas tomadas pelos países desenvolvidos. Avaliamos se os fundamentos econômicos do país permitiram as autoridades monetárias operarem com completa utilização dos seus recursos.

As medidas implementadas pelo Banco Central do Brasil estiveram em linha com as adotadas pelas principais economias avançadas durante o ano de 2020, mantendo a taxa básica de juros próxima do seu *effective lower bound*.

Nos Estados Unidos, o FED comunicou, em fevereiro de 2020, através do seu *Monetary Policy Report*, que manteve a meta para o intervalo da *federal funds rate* que variava entre 2,25% a.a. e 2,5% a.a. No início de março do mesmo ano, comunicou que reduziria os valores desse intervalo para variar entre 0% a.a. e 0,25% a.a., intervalo que se manteve até o último comunicado, em julho de 2021. O Banco Central Europeu manteve sua taxa básica de juros de operações financeiras em 0% a.a. durante todo o ano de 2020, o que se manteve até o terceiro trimestre de 2021.

Em 2021, o Banco Central do Brasil assumiu uma postura contracionista, seguindo um caminho distinto das principais economias. No entanto, as medidas implementadas tiveram um efeito positivo no combate aos efeitos da pandemia, aumentando o nível de investimento e, conseqüentemente, a atividade econômica.

Fontes de dados

Atas do Copom, Relatórios de Inflação e publicações do Banco Central do Brasil, BIS *Working Papers*: “A global database on central banks’ monetary responses to Covid-19”, BIS *Annual Economic Report*: “A global sudden stop”, BIS *Annual Economic Report*: “A monetary lifeline: central banks’ crisis response.

Monetary Policy Decisions, European Central Bank.

Monetary Policy Report. Board of Governors of the Federal Reserve System

Boletim de expectativas e Carta de Conjuntura. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

Referências Bibliográficas

Atas do Comitê de Política Monetária – **Copom, 228ª Reunião** – fevereiro 2020. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/05022020>>. Acesso em: 28 nov. 2021.

Atas do Comitê de Política Monetária – **Copom, 229ª Reunião** – março 2020. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/18032020>>. Acesso em: 28 nov. 2021.

Atas do Comitê de Política Monetária – **Copom, 230ª Reunião** – maio 2020. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/06052020>>. Acesso em: 28 nov. 2021.

Atas do Comitê de Política Monetária – **Copom, 231ª Reunião** – junho 2020. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/17062020>>. Acesso em: 28 nov. 2021.

Atas do Comitê de Política Monetária – **Copom, 232ª Reunião** – agosto 2020. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/05082020>>. Acesso em: 28 nov. 2021.

Atas do Comitê de Política Monetária – **Copom, 233ª Reunião** – setembro 2020. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/16092020>>. Acesso em: 28 nov. 2021

Atas do Comitê de Política Monetária – **Copom, 234ª Reunião** – outubro 2020. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/28102020>>. Acesso em: 28 nov. 2021

Atas do Comitê de Política Monetária – **Copom, 235ª Reunião** – dezembro 2020. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/09122020>>. Acesso em: 28 nov. 2021

Atas do Comitê de Política Monetária – **Copom, 236ª Reunião** – janeiro 2021.
Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/20012021>>. Acesso em: 28 nov. 2021

Atas do Comitê de Política Monetária – **Copom, 237ª Reunião** – março 2021.
Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/17032021>>. Acesso em: 28 nov. 2021

Atas do Comitê de Política Monetária – **Copom, 238ª Reunião** – maio 2021.
Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/05052021>>. Acesso em: 28 nov. 2021

Atas do Comitê de Política Monetária – **Copom, 239ª Reunião** – junho 2021.
Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/16062021>>. Acesso em: 28 nov. 2021

Atas do Comitê de Política Monetária – **Copom, 240ª Reunião** – agosto 2021.
Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/04082021>. Acesso em: 28 nov. 2021

Atas do Comitê de Política Monetária – **Copom, 241ª Reunião** – setembro 2021. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/22092021>>. Acesso em: 28 nov. 2021

Atas do Comitê de Política Monetária – **Copom, 242ª Reunião** – outubro 2021.
Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/publicacoes/atascopom/27102021>>. Acesso em: 28 nov. 2021

Banco Central do Brasil. **Notícias**. BC anuncia medidas que liberam R\$1,2 trilhão para a economia. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/detalhenoticia/428/noticia>>. Acesso em 28 nov. 2021

Banco Central do Brasil. **Notícias**. Linhas de Liquidez do BCB, disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/linhasfinanceirasdeliquidez>>. Acesso em 28 nov. 2021

Banco Central do Brasil. **Notícias**. Recolhimentos compulsórios, disponível em:
<<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/recolhimentoscompulsorios>>

Acesso em 28 nov. 2021

Bank for International Settlements. Research & publications. Annual Economic Report 2020. A global sudden stop Disponível em:

<<https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2020e1.pdf>>

Acesso em 28 nov. 2021

Bank for International Settlements. Research & publications. A monetary lifeline: central banks' crisis response. Disponível em:

<<https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2020e2.pdf>>

Acesso em 28 nov. 2021.

BASTOS, E. Boletim de Expectativas. **Carta de Conjuntura nº 48**. Setembro/2020. Disponível em:
<https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/200924_boletim_espectativas.pdf>.

Acesso em 28 nov. 2021

BASTOS, E. Boletim de Expectativas. **Carta de Conjuntura nº 52**. Setembro/2021. Disponível em:
<https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/210917_cc_52_nota_27_boletim_de_expectativas.pdf>.

Acesso em 28 nov. 2021

BOGDANSKY, J; TOMBINI, A; WERLANG, S. “*Implementing Inflation Targeting in Brazil*”. *Working Paper Series*. **Banco Central do Brasil**, julho/2020. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps01.pdf>>. Acesso em 28 nov. 2021

CAMPOS NETO, R. Medidas de Combate aos Efeitos da COVID-19, **Coletiva de Imprensa**. Março/2020. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Apresenta%C3%A7%C3%A3o_RCN_Coletiva%2023.3.2020.pdf>. Acesso em 28 nov 2021

Carlos Cantú, Paolo Cavallino, Fiorella De Fiore and James Yetman. *A global database on central banks' monetary responses to Covid-19*. *BIS Working Papers No 934*. Mar 2021. Disponível em: <<https://www.bis.org/publ/work934.pdf>>.

Acesso em 28 nov. 2021

CIRCULAR Nº 3.993, DE 23 DE MARÇO DE 2020, **Banco Central do Brasil**. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50949/Circ_3993_v2_L.pdf>.

Acesso em 28 nov. 2021

CONSTÂNCIO, V; DRAGHI, M. *Introductory statement to the press conference (with Q&A)*. *EUROPEAN CENTRAL BANK Press conferences*. Jul/2013 <<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2013/html/is130704.en.html>>.

Acesso em 28 nov. 2021

de CARVALHO, L. Indicador Ipea de FBCF – agosto de 2021. **Carta de Conjuntura nº 53**. Outubro/2021. Disponível em: <https://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/conjuntura/211029_cc_53_nota_9_fbcf.pdf>

Acesso em 28 nov. 2021

Investing.com. **Brazil CDS 5 Years USD**. Disponível em: <<https://www.investing.com/rates-bonds/brazil-cds-5-years-usd-streaming-chart>>

Acesso em 28 nov. 2021

KANCZUK, F. Perspectivas para a inflação. **Relatório Trimestral de Inflação**, Banco Central do Brasil. Março/2020. <https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Coletiva_RI_26.3.2020.pdf>. Acesso em 28 nov. 2021

KANCZUK, F. Perspectivas para a inflação. **Relatório Trimestral de Inflação**. Banco Central do Brasil . Junho/2020. <https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/RI%202020%20T%20PT_final.pdf>. Acesso em 28 nov. 2021

KANCZUK, F. Perspectivas para a inflação. **Relatório Trimestral de Inflação**. Banco Central do Brasil . Setembro/2020. <https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/RI_3T_24.9.20.pdf>. Acesso em 28 nov. 2021

KANCZUK, F. Perspectivas para a inflação. **Relatório Trimestral de Inflação**. Banco Central do Brasil . Dezembro/2020 <https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/RI_2020_4T_17.12.pdf>. Acesso em 28 nov. 2021

KANCZUK, F. Perspectivas para a inflação. **Relatório Trimestral de Inflação**. Banco Central do Brasil . Março/2021. <https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/RI_1T2021_25.3.pdf>. Acesso em 28 nov. 2021

KANCZUK, F. Perspectivas para a inflação. **Relatório Trimestral de Inflação**. Banco Central do Brasil . Junho/2021. <https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/RI_2T2021_24.6.pdf>. Acesso em 28 nov. 2021

KANCZUK, F. Perspectivas para a inflação. **Relatório Trimestral de Inflação**. Banco Central do Brasil . Setembro/2021. <https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/AP_RTI_Set2021.pdf>. Acesso em 28 nov. 2021

Kydland, Finn E., and Edward C. Prescott. “Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans.” *Journal of Political Economy*, vol. 85, no. 3, University of Chicago Press, 1977, pp. 473–91, <<http://www.jstor.org/stable/1830193>>. Acesso em 28 nov. 2021.

Monetary Policy Decisions. European Central Bank. Abril/2020. Disponível em:
<<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp210422~f075ebe1f0.en.html>>
>Acesso em 28 nov. 2021

Monetary Policy Decisions. European Central Bank. Dezembro/2020. Disponível em:
<<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp201210~8c2778b843.en.html>>. Acesso em 28 nov. 2021

Monetary Policy Decisions. European Central Bank. Janeiro/2020. Disponível em:<<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200123~ae33d37f6e.en.html>>. Acesso em 28 nov. 2021

Monetary Policy Decisions. European Central Bank. Janeiro/2021. Disponível em:<<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp210121~eb9154682e.en.html>>. Acesso em 28 nov. 2021

Monetary Policy Decisions. European Central Bank. Junho/2020. Disponível em:<<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200604~a307d3429c.en.html>>. Acesso em 28 nov. 2021

Monetary Policy Decisions. European Central Bank. Junho/2021. Disponível em:<<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp210610~b4d5381df0.en.html>>. Acesso em 28 nov. 2021

Monetary Policy Decisions. European Central Bank. Julho/2020. Disponível em:<<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp210722~48dc3b436b.en.html>>. Acesso em 28 nov. 2021

Monetary Policy Decisions. European Central Bank. Julho/2020. Disponível em:<<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200716~fc5f6e06d9.en.html>>. Acesso em 28 nov. 2021

Monetary Policy Decisions. European Central Bank. Março/2020. Disponível em:<<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200312~8d3aec3ff2.en.html>>. Acesso em 28 nov. 2021

Monetary Policy Decisions. European Central Bank. Março/2021. Disponível em:<<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp210311~35ba71f535.en.html>>. Acesso em 28 nov. 2021

Monetary Policy Decisions. European Central Bank. Outubro/2020. Disponível em:<<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp201029~4392a355f4.en.html>>. Acesso em 28 nov. 2021

Monetary Policy Decisions. European Central Bank. Setembro/2020.
Disponível em:
<<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.mp200910~f4a8da495e.en.html>>
Acesso em 28 nov. 2021

Monetary Policy Decisions. European Central Bank. Setembro/2020.
Disponível em:
<<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp210909~2c94b35639.en.html>>. Acesso em 28 nov. 2021

Monetary Policy Decisions. European Central Bank. Outubro/2020. Disponível em:<<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.mp211028~85474438a4.en.html>>. Acesso em 28 nov. 2021

Monetary Policy Report. Board of Governors of the Federal Reserve System.
Fevereiro/2020. Disponível em:
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20200207_mprfullreport.pdf>
Acesso em 28 nov. 2021

Monetary Policy Report. Board of Governors of the Federal Reserve System.
Fevereiro/2021. Disponível em:
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20210219_mprfullreport.pdf>
Acesso em 28 nov. 2021

Monetary Policy Report. Board of Governors of the Federal Reserve System.
Junho/2020. Disponível em:
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20200612_mprfullreport.pdf>
Acesso em 28 nov. 2021

Monetary Policy Report. Board of Governors of the Federal Reserve System.
Julho/2021. Disponível em:
<https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/20210709_mprfullreport.pdf>
Acesso em 28 nov. 2021.

OLIVEIRA, K, BC anuncia redução de compulsório e empréstimo a instituições.
Agência Brasil, Brasília, Mar/2020 Disponível em:
<<https://agenciabrasil.ebc.com.br/economia/noticia/2020-03/bc-anuncia-reducao-de-compulsorio-e-emprestimo-instituicoes>>. Acesso em 28 nov. 2021.

Perspectivas para a inflação. **Relatório Trimestral de Inflação**. Banco Central do Brasil . Março/2000. Disponível em:
<<https://www.bcb.gov.br/htms/reinf/port/2000/03/ri200003b3p.pdf>>
Acesso em 28 nov. 2021

Política e Administração Pública. **Câmara dos Deputados**. Abril/2020.
Disponível em: <<https://www.camara.leg.br/noticias/651366-pec-do-orcamento-de-guerra-e-aprovada-em-2o-turno/>>. Acesso em 28 nov. 2021

Política e Administração Pública. **Câmara dos Deputados**. Abril/2020.
Disponível em: <<https://www.camara.leg.br/noticias/651523-entenda-a-proposta-de-orcamento-de-guerra-aprovada-pela-camara/>>
Acesso em 28 nov. 2021

PRAET, P. *Forward guidance and the ECB*. **VOXEU, CEPR Policy Portal**. Ago/2013. Disponível em: <<https://voxeu.org/article/forward-guidance-and-ecb>>
Acesso em 28 nov. 2021

RESOLUÇÃO Nº 4.785, DE 23 DE MARÇO DE 2020, **Banco Central do Brasil**. Disponível em:
<https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50948/Res_4785_v1_O.pdf>
Acesso em 28 nov. 2021

RESOLUÇÃO Nº 4.786, DE 23 DE MARÇO DE 2020, **Banco Central do Brasil**. Disponível em:
<https://www.bcb.gov.br/pre/normativos/busca/downloadNormativo.asp?arquivo=/Lists/Normativos/Attachments/50950/Res_4786_v1_O.pdf>
Acesso em 28 nov. 2021

RIOS LOPES, T; de JESUS, C. *Função de Reação da Política Monetária: O Caso do Brasil*. **XX Encontro de Economia da Região Sul, 2017 – ANPEC**
Disponível em:
<<https://www.bnb.gov.br/documents/160445/2051679/FUN%C3%87%C3%83O+DE+REA%C3%87%C3%83O+DA+POL%C3%8DTICA+MONET%C3%81RIA.pdf/061e6cfd-454b-a70c-987b-459f1698af1a>>. Acesso em 28 nov. 2021

Senado Federal. **Atividade Legislativa**. Disponível em:
<<https://legis.senado.leg.br/norma/32160992>>
Acesso em 28 nov. 2021

World Government Bonds. Turkey 5 Year CDS – Historical Data. Disponível em: <<http://www.worldgovernmentbonds.com/cds-historical-data/turkey/5-year/>>
Acesso em 28 nov. 2021