

INSTITUTO SUPERIOR DE ECONOMIA E GESTÃO

MESTRADO EM ECONOMIA INTERNACIONAL E ESTUDOS EUROPEUS

REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO MUNDO E O CASO DO BRASIL

Rubem Coelho dos Santos Neto

Outubro de 2024

Abstract

Este trabalho de mestrado estuda a inflação nas economias emergentes e em desenvolvimento e nas economias avançadas. Desde os anos 1970, um longo processo de desinflação de quase 50 anos reduziu a taxa de inflação global.

Entre 2021 e 2023, o choque de inflação após a pandemia e a guerra na Ucrânia trouxe incertezas. As economias registaram taxas de inflação historicamente altas em todo mundo. Os bancos centrais foram surpreendidos e reagiram com o aumento dos juros e a retirada de outros estímulos fiscais. A ideia de que a inflação iria convergir para a meta no longo prazo não se confirmou.

As economias avançadas foram as primeiras a implementarem o regime de metas de inflação no início dos anos 1990, e serviram como exemplo para as economias emergentes e em desenvolvimento. O governo brasileiro também decidiu adotar o sistema de metas de inflação. A experiência do Brasil, comprova que nem sempre a inflação e a expectativa de inflação estiveram dentro da meta.

No caso do Brasil, durante o processo inflacionário recente a partir de 2021, o banco central foi cauteloso e antecipou o ciclo de aperto monetário. Após a queda da inflação, os juros no Brasil desceram antes das economias avançadas.

Na ótica do banco central do Brasil em relação ao cenário externo, choques consecutivos refletiram em incertezas para o crescimento global e riscos de inflação alta no mundo. No cenário interno, o crescimento da economia brasileira e o mercado de trabalho estavam resilientes no final de 2023. O banco central do Brasil estimou as expectativas de inflação convergindo para meta e uma continuação na queda dos juros. Entretanto, a desinflação no Brasil não se consolidou.

This master's thesis studies inflation in emerging and developing economies alongside advanced economies. Since the 1970s, a long process of disinflation lasting almost 50 years has reduced the global inflation rate.

Between 2021 and 2023, the inflation shock following the pandemic and the war in Ukraine brought uncertainties. Economies recorded historically high inflation rates worldwide. Central banks were caught off guard and responded by raising interest rates and withdrawing other fiscal stimulus. The idea that inflation would converge to the target in the long term was not confirmed.

Advanced economies were the first to implement an inflation targeting regime in the early 1990s, serving as a model for emerging and developing economies. The Brazilian government also decided to adopt the inflation targeting regime. Brazil's experience demonstrates that inflation and inflation expectations have not always remained within the target.

In the case of Brazil, during the recent inflationary process starting in 2021, the central bank was more hawkish and pre-emptively initiated a monetary tightening cycle. After inflation fell, interest rates in Brazil decreased before those in advanced economies.

From the perspective of Brazil's central bank regarding the external scenario, consecutive shocks reflected uncertainties for global growth and risks of high inflation worldwide. Domestically, Brazilian gross domestic product and job market remained resilient at the end of 2023. The Brazilian central bank estimated inflation expectations converging to the target and a continued decline in interest rates. However, disinflation in Brazil did not consolidate yet.

Agradecimentos

Eu gostaria de agradecer meu professor e orientador Pedro Alexandre Reis Carvalho Leão pela participação neste trabalho.

Também gostaria de agradecer minha esposa Flávia e minhas filhas Maria Eduarda e Antônia pelo apoio desde o início deste mestrado.

Índice

1. Introdução	06
2. A inflação nas economias emergentes e em desenvolvimento e nas economias avançadas	07
2.1. A desinflação desde os anos 1970 - evolução e causas	07
2.2. Ancoragem das expectativas de inflação	09
2.3. O processo inflacionário recente	10
3. Regime de metas de inflação	12
3.1. Características das economias emergentes e em desenvolvimento	12
3.2. Aspectos da taxa de câmbio no regime de metas de inflação	13
3.3. Considerações sobre inflação, atividade da economia e taxa de juros	13
3.4. A experiência do Brasil	14
4. O processo inflacionário entre 2021 e 2023 na ótica do banco central: o caso do Brasil	19
4.1. Março de 2021: A retomada da economia mundial e o surgimento da inflação	19
4.2. Junho de 2021: Economia interna acelerando-se e inflação mais incerta	20
4.3. Setembro de 2021: Incertezas no crescimento da China e os efeitos do aperto monetário	20
4.4. Dezembro de 2021: A Deterioração do cenário externo	21
4.5. Março de 2022: A guerra entre a Rússia e a Ucrânia	22
4.6. Junho de 2022: A inflação historicamente alta nas economias avançadas	23
4.7. Setembro de 2022: Riscos da desaceleração do crescimento global	24
4.8. Dezembro de 2022: Deterioração da situação fiscal nas economias avançadas	25
4.9. Março de 2023: A crise no sistema bancário	26
4.10. Junho de 2023: Perspetivas positivas no cenário internacional e interno	27
4.11. Setembro de 2023: Os juros elevados nos Estados unidos e na Zona do Euro	28
4.12. Dezembro de 2023: O processo de desinflação consolidou-se?	29
5. Conclusão	30

1. Introdução

O tema regime de metas de inflação é relevante no cenário atual, devido ao aumento da inflação em todo mundo desde 2021. As economias emergentes e em desenvolvimento e as economias avançadas, após a crise da pandemia em 2020 e a guerra na Ucrânia em 2022, registaram taxas de inflação historicamente altas.

O capítulo dois deste trabalho descreve os aspectos gerais da inflação nas economias emergentes e em desenvolvimento e nas economias avançadas, e o processo de desinflação desde os anos 1970.

O capítulo três descreve aspectos e resultados da implementação do regime de metas de inflação nas economias emergentes e em desenvolvimento e a experiência do Brasil até 2019. Atualiza os dados sobre a ancoragem das expectativas de inflação entre 2020 e 2023 (informações da inflação e da situação fiscal) extraídas do Fundo Monetário Internacional e dos bancos central do Brasil. Descreve também aspectos mais recentes sobre a sensibilidade das expectativas de inflação aos choques e sobre a transparência dos bancos centrais.

O capítulo quatro apresenta de forma cronológica o estudo de caso do processo inflacionário no Brasil entre 2021 e 2023, na visão do banco central. O estudo descreve a conjuntura econômica interna e externa e como a política monetária do banco central influenciou a expectativa de inflação; o *timing* e a intensidade das decisões sobre a taxa básica de juros; o crescimento do PIB e outros indicadores com base nos relatórios de inflação do Banco Central do Brasil.

O Capítulo seis faz a conclusão.

2. A inflação nas economias emergentes e em desenvolvimento e nas economias avançadas

A inflação mais baixa e estável está frequentemente associada a melhores indicadores de crescimento das economias (Ha et al., 2019). Os bancos centrais trabalham para manter a taxa de inflação baixa e estável, reduzir as incertezas e melhorar a capacidade de investimentos nas suas economias. As economias avançadas e as economias emergentes e em desenvolvimento beneficiaram de um processo de queda da inflação iniciado há décadas. A evolução, causas e mecanismos de controle da inflação foram diferentes entre as economias avançadas e as economias emergentes e em desenvolvimento. Os estudos de Kose em 2019 sobre a implementação de regimes de metas de inflação nas economias mostram um aumento nas chances de sucesso na ancoragem das expectativas da inflação. O controle e conhecimento da sensibilidade das expectativas de inflação em relação aos choques são importantes para a política monetária dos bancos centrais. A experiência do choque de inflação desde 2021 mostrou que nem sempre as expectativas de inflação convergem para a meta. As surpresas consecutivas de taxas de inflação historicamente elevadas e permanentes em todo o mundo geraram a necessidade de se iniciar um ciclo de aperto monetário nas economias.

2.1. A desinflação desde os anos 1970 - evolução e causas

A trajetória da inflação no mundo atingiu um pico de uma taxa anual global de 16.6% em meados da década de 1970, e então iniciou um longo processo de redução chegando a 2.6% em 2019 (Ha et al., 2019). Durante esta tendência de queda de quase 50 anos, a inflação global média observada foi aproximadamente de 6%. As economias emergentes e em desenvolvimento contribuíram para o processo de desinflação neste mesmo período. A partir dos anos 2000, a inflação global ficou estabilizada em patamares historicamente baixos, especialmente nas economias avançadas. Por fim, após a grande crise financeira de 2008 a queda da inflação no mundo acentuou-se, com média oscilando entre 2% e 4% ao ano. As economias avançadas apresentaram uma média da inflação abaixo de 2%. Esta foi menor que a média da inflação das economias emergentes e em desenvolvimento, que apresentaram uma média da inflação entre 3% e 5% aproximadamente.

As mudanças estruturais nas economias, as melhorias nos sistemas de política monetária, fiscal e regime cambial e a globalização explicam esse processo de desinflação global. A literatura alerta para a necessidade de se manter os fundamentos estruturais e políticas favoráveis para a

estabilidade da inflação, de modo a evitar a volta de um processo inflacionário (Ha et. al., 2019). A inflação estável e em patamares baixos e a ancoragem das expectativas de inflação permitem uma melhor capacidade de previsão para as empresas e famílias, possibilitando assim maiores investimentos e maior crescimento da capacidade produtiva.

A abertura comercial no mundo (ou seja, a soma das exportações e importações em relação ao PIB) aumentou de 50% em 1970 para 74% do PIB em 2016. As contribuições das economias emergentes e em desenvolvimento para esse aumento da abertura comercial foram impulsionadas sobretudo pela China. As contribuições das economias avançadas para essa abertura comercial global também foram importantes. A maior aceleração da abertura comercial global ocorreu nos anos 1990 e 2000. As economias com mais comércio livre registraram inflação mais baixa e estável (Ha et. al., 2019). Chang em 2008, contradiz o autor ressaltando que durante o período de crescimento da Coreia do Sul entre 1960 e 1980, o país protegeu o surgimento da indústria se fechando para o comércio internacional.

Em relação à abertura financeira, as economias avançadas tornaram os seus fluxos de capitais livres entre os anos 1970 e 2000. As economias emergentes e em desenvolvimento apresentaram fluxos de capital mais livres apenas temporariamente, desde a década de 1990 até à grande crise financeira de 2008, tendo-se se fechado a partir daí. Os estudos empíricos mostram que o fluxo de capital livre está associado a inflação mais baixa, porque isso obriga os bancos centrais a protegerem a inflação em detrimento do crescimento económico (Ha et. al., 2019).

As economias avançadas beneficiaram duma descida da inflação após a sua plena abertura financeira. Desde 1980, os bancos centrais foram tornando-se mais independentes e transparentes em todo mundo. Desde os anos 2000, esse processo intensificou-se, principalmente nas economias emergentes e em desenvolvimento, havendo evidência de menores taxas de inflação na sequência disso.

Sobre a política fiscal, os comportamentos foram divergentes nas últimas quatro ou cinco décadas. As economias avançadas ampliaram a dívida pública para 68% do PIB em 2017, enquanto que as economias emergentes e em desenvolvimento reduziram a dívida pública para 49% do PIB no mesmo ano, depois de um pico de 72% em meados da década de 1990. A literatura afirma que endividamento mais alto nas economias emergentes e em desenvolvimento estão associados a inflação menos estável (Ha et. al., 2019).

Em relação ao tópico de política monetária, nos últimos 35 anos os sistemas de metas de inflação difundiram-se entre as diversas economias em todo mundo. Nas economias avançadas

que adotaram o sistema de metas de inflação nos anos 1990 nem sempre foi possível reduzir a inflação e torná-la mais estável. Mas desde os anos 2000, as economias avançadas que introduziram o sistema de metas de inflação reduziram a persistência da inflação. Nas economias emergentes e em desenvolvimento, os sistemas de metas de inflação promoveram reduções mais significativas da inflação.

2.2. Ancoragem das expectativas de inflação

A literatura sobre regime de metas de inflação, sobre os mecanismos de ancoragem das expectativas de inflação e sobre sensibilidade das economias a choques e crises com foco nas economias emergentes e em desenvolvimento é mais recente (Kose et. al., 2019).

Nas duas décadas até 2019, as economias emergentes e em desenvolvimento apresentaram maiores chances de sucesso na ancoragem das expectativas de inflação quando adotaram um sistema de meta de inflação, uma maior transparência na comunicação do banco central, uma economia integrada no comércio internacional, abertura financeira e baixos níveis de dívida pública (Kose et. al., 2019).

Em um regime de meta de inflação, os bancos centrais tendem a preocupar-se com a ancoragem das expectativas de inflação, para que movimentos temporários na inflação não sejam repassados para os salários e preços de forma permanente (Agustín e Kirchner, 2019). A credibilidade do banco central (ou seja, o grau de confiança dos agentes na capacidade de o banco central atingir a sua meta de inflação) e a capacidade do governo de medir a expectativa de inflação fazem parte do mecanismo de política monetária. Os bancos centrais das economias emergentes e em desenvolvimento têm maiores dificuldades na ancoragem das expectativas de inflação, quando comparados com os bancos centrais das economias avançadas, onde os ciclos económicos são menos acentuados e menos frequentes.

Nos vinte ou trinta anos até 2019, as economias avançadas e também as economias emergentes e em desenvolvimento registraram uma queda nas expectativas de inflação de longo prazo. A sensibilidade da expectativa de inflação aos choques nas economias não é nula desde 1990. As expectativas de inflação são mais sensíveis a choques internos e externos de inflação nas economias emergentes e em desenvolvimento.

Os choques internos na inflação podem ser resultados inesperados das eleições nos países e das discussões sobre níveis salariais, por exemplo. Os choques externos inesperados de inflação

surgem das variações dos preços dos alimentos e de energia, dos movimentos do câmbio, do crescimento da economia e das condições financeiras globais, por exemplo. Nas economias avançadas, a melhoria da ancoragem da inflação poderá resultar de uma redução na sensibilidade das expectativas em relação aos choques externos. Já nas economias emergentes, as sensibilidades das expectativas aos choques de inflação diminuirão principalmente em relação aos choques internos, mas a ancoragem da inflação nestes países ainda é baixa.

Nas economias avançadas há mais evidência de que políticas monetárias com maior transparência do banco central em um sistema de metas de inflação estão associadas a menores chances de uma instabilidade na tendência da inflação (por exemplo, na Zona do Euro). Já nas economias emergentes, são menores as evidências, mas alguns dos países que adotaram sistema de metas de inflação ou aumentaram a credibilidade e transparência do banco central ou ainda apresentaram um maior controle fiscal tiveram maior sucesso na ancoragem da inflação de longo prazo (por exemplo, o Brasil).

2.3. O processo inflacionário recente

Mais recentemente, ocorreu um aumento da inflação em todo mundo a partir de 2021, que registou um máximo histórico em décadas. O processo inflacionário teve início devido às consequências da crise da pandemia em 2020 e da guerra na Ucrânia em 2022 principalmente. A ideia de que a inflação seria “transitória”, convergindo para a meta no longo prazo não se confirmou. A inflação observada foi alta e persistente em 2022 e 2023, surpreendendo e contrariando as expectativas da maioria dos analistas e bancos centrais em todo mundo (Ari, 2023). A inflação superou 8% ao ano entre 2021 e 2023 nas economias dos países da OCDE, as maiores taxas desde 1984. Nas economias emergentes e em desenvolvimento a inflação anual atingiu dois dígitos nesse mesmo período, as maiores taxas desde a década de 1990.

Os seguintes fatores justificam o surgimento da inflação na economia global. Em primeiro lugar, durante a pandemia a escassez de oferta de bem (devido aos impactos na cadeia produtiva dos períodos de confinamento na pandemia da Covid) e o desvio do consumo de serviços para consumo de bens geraram pressão sobre os preços de bens. Em segundo lugar, após o fim da pandemia, a recuperação da procura mais rápida do que o esperado, ampliada pelos estímulos fiscais para fazer frente à pandemia resultaram numa pressão sobre os preços. Por último, a Guerra

da Ucrânia causou um aumento do preço das *commodities* internacionais e, assim, um aumento de preços de energia e alimentos.

Com o surgimento da inflação mais alta, os governos iniciaram a retirada dos estímulos fiscais e monetários implementados para fazer frente à crise da pandemia e iniciaram um ciclo de aumento da taxa de juros. As economias emergentes e em desenvolvimento iniciaram o ciclo de aperto monetário antes das economias mais avançadas, e aumentaram pela primeira vez as taxas de juros logo em 2021 com o objetivo de convergir a inflação para o centro da meta. A intensidade do ciclo de alta das taxas de juros e a retirada de outros estímulos monetários e também dos estímulos fiscais não foram uniformes entre as economias emergentes e em desenvolvimento. O ciclo de aperto monetário nas economias emergentes e em desenvolvimento variaram caso a caso dependendo das incertezas na superação da pandemia e na recuperação da economia interna nesses países.

3. Regime de metas de inflação

Os exemplos das economias avançadas serviram desde os anos 1990 como base para as economias emergentes e em desenvolvimento implementarem o regime de metas de inflação. Essa estratégia envolve o anúncio oficial da taxa de inflação para um ou mais horizontes. A inflação baixa e estável são os objetivos da política monetária que se sobrepõe a todos os outros (Bernanke e Mishkin, 1997). Se os agentes acreditarem no banco central, a expectativa de inflação do público será igual a meta por ele anunciada na mesma taxa (Davis e Presno, 2014). Por resultado, o crescimento económico é uma consequência do objetivo primário de se atingir a meta de inflação.

3.1. Características das economias emergentes e em desenvolvimento

As economias avançadas foram as primeiras a implementarem o regime de metas de inflação, a Nova Zelândia em 1990, o Canadá em 1991 e no Reino Unido em 1992. No final dos anos 1990, as economias emergentes e em desenvolvimento registaram inflação alta e volatilidade no sistema financeiro durante a implementação do regime de metas de inflação (Brasil, Chile e Polónia em 1999, por exemplo). Desde meados dos anos 1990, os estudos empíricos concluem que os países conseguiram reduzir a inflação, e torná-la mais estável após adotarem o regime de metas de inflação. Batini e Laxton (2006) estudaram o comportamento da inflação entre 1990 e 2004, comparando economias com e sem o regime de metas de inflação. Nenhum país abandonou o sistema de metas de inflação.

A presença de uma situação fiscal deteriorada, um sistema financeiro frágil e baixa credibilidade dos bancos centrais são características das economias emergentes e em desenvolvimento. Esses problemas representam desafios na implementação do sistema de metas de inflação (Mishkin, 2008). A razão é a seguinte.

Em primeiro lugar, nas economias emergentes e em desenvolvimento défices públicos sistemáticos conduzem a um grande endividamento do governo e maiores chances de insolvência, que, por sua vez, resultam na fuga de capitais. O Câmbio então se desvaloriza e isto gera pressão sobre os preços, comprometendo os efeitos da política monetária.

Em segundo lugar, um sistema financeiro frágil significa que numa crise financeira nas economias emergentes e em desenvolvimento, também ocorre fuga de capitais.

A independência do banco central e o seu compromisso com a estabilidade dos preços são garantidos por lei, e estabelecem as bases para criar as metas de inflação. Os bancos centrais são proibidos de financiar os défices públicos, e os seus membros têm mandatos longos sem influência política.

De acordo com a literatura, a falta de algumas pré-condições, não é um impedimento para a decisão dos países adotarem o regime de metas de inflação. O sucesso deve-se mais à capacidade técnica e comprometimento dos governos durante e após a implementação dos sistemas de metas de inflação (Batini e Laxton, 2006). Nas economias emergentes e em desenvolvimento, as experiências da ancoragem das expectativas de inflação em regime de metas de inflação são diferentes entre os países.

3.2. Aspetos da taxa de câmbio no regime de metas de inflação

Nas economias emergentes e em desenvolvimento, as desvalorizações cambiais promovem inflação através do repasse para economia do aumento dos preços dos produtos importados, e devido ao aumento da procura por produtos exportados. A depreciação da moeda aumenta a dívida contratada em moeda estrangeira pelas empresas, e assim reduz a sua situação líquida. Por estas razões, em um regime de metas de inflação os governos também trabalham para diminuir as flutuações do câmbio. No entanto, as correções nos excessos da taxa de câmbio não devem limitar os objetivos do sistema de metas de inflação e os bancos centrais comunicam para o público que o patamar da taxa de câmbio no longo prazo é definido pelo mercado.

3.3. Considerações sobre inflação, atividade da economia e taxa de juros

Desde a implementação do regime de metas de inflação nas economias emergentes e em desenvolvimento, o crescimento do PIB também se manteve mais estável. Não existem evidências de que adoção do regime de metas de inflação acabe por limitar o crescimento económico (Gonçalves e Salles, 2008). Os estudos empíricos mostram que, taxas muito altas de inflação (acima de 40% ao ano) estão negativamente correlacionadas com o crescimento económico. Porém alguns países conviveram com inflação entre 15% e 30% ao ano durante um longo período, sugerindo que não existe qualquer correlação com o crescimento económico (Bruno e Easterly, 1998). A inflação baixa (taxas entre 2 e 3%) pode ter alguma correlação positiva com o crescimento económico (Ghosh e Phillips, 1998).

O Brasil nos anos 1970 registou um forte crescimento da economia com inflação alta de 37% entre 1971 e 1980. A explicação para o crescimento económico em períodos de inflação alta está associada a taxas de juros reais negativas, que estimulam o investimento no setor produtivo. A oferta de crédito aumenta com juros baixos, e serve como medida para queda dos custos financeiros da produção e, portanto, da inflação. As taxas de juros reais para empréstimo de fluxo de maneio estiveram negativas nos anos 1974, 1976 e 1979 (Contador, 1992).

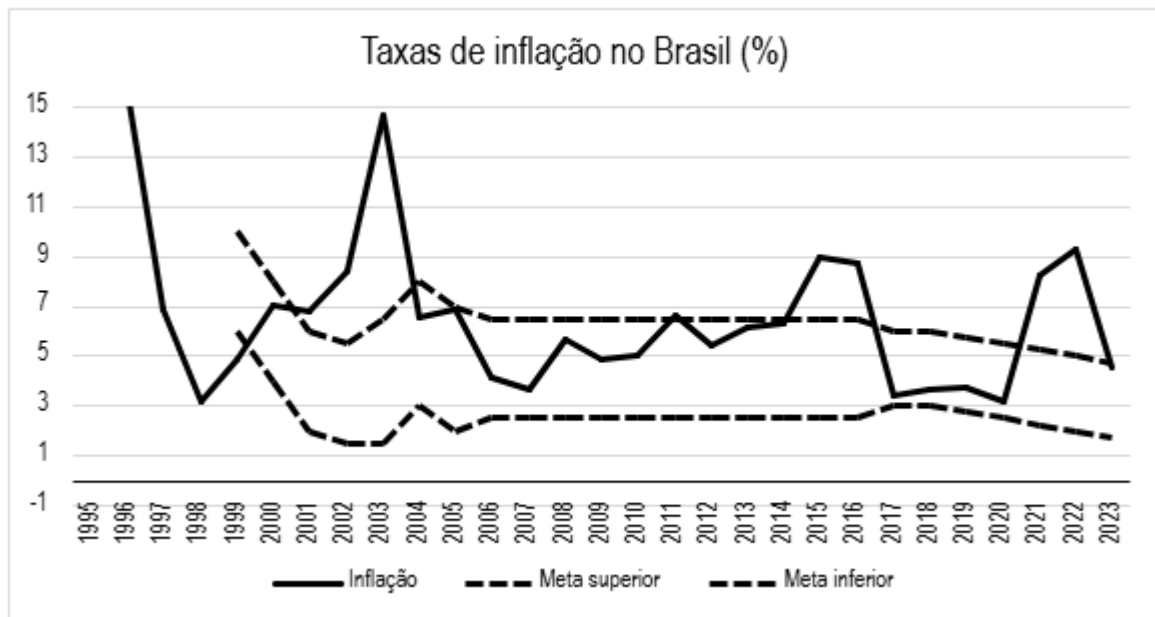
3.4. A experiência do Brasil

O Brasil adotou o sistema de metas de inflação em 1999, motivado por um período de hiperinflação durante a década de 1980. O processo de estabilidade dos preços no Brasil teve início em 1994, com a implementação do Plano real, quando a inflação foi reduzida para um dígito após um período de reformas económicas. No final da década de 1990, a situação fiscal deteriorada e a vulnerabilidade da taxa de câmbio levaram o país a introduzir o regime de metas de inflação para controlar as expectativas de inflação.

Nos primeiros anos após a implementação do sistema no Brasil, a inflação esteve dentro do intervalo da meta. A partir de 2001, a inflação esteve acima do limite superior da meta por poucos anos, devido aos choques da crise da Argentina e das eleições no Brasil. Durante a grande crise financeira de 2008 a inflação esteve dentro da meta. Nos anos seguintes, a inflação esteve acima da meta novamente devido à depreciação cambial, aos aumentos salariais e de preços administrados (combustíveis e eletricidade). Em resposta, o banco central do Brasil subiu a taxa de juro, mas nem sempre conseguiu conter as pressões inflacionárias. As expectativas de inflação de longo prazo mantiveram-se dentro da meta e garantiram a credibilidade do banco central (Kose et al. 2019).

Os dados recentes sobre inflação no Brasil foram extraídos do *World Economic Outlook*, divulgados pelo FMI. A pandemia e a guerra da Ucrânia elevaram a inflação corrente no Brasil, assim como em todo mundo. A inflação no início de 2021 no Brasil registou um aumento acelerado das taxas, acima da meta de 3,75%. A alta da inflação permaneceu até o final de 2021, quando a inflação superou o limite da banda superior do intervalo da meta (1,5% de oscilação em torno da meta). Em seguida, a inflação entrou em uma tendência de queda gradual, mas esteve sempre acima do limite superior das metas de 3,5% e 3,25% em 2022 e 2023 respetivamente (ver gráfico 3.4a).

Gráfico 3.4a



Fonte: FMI e Banco Central do Brasil.

Relativamente ao arranjo institucional e legal, o Brasil desregulamentou setores da economia diminuindo o tamanho do estado, reduziu tarifas de importação e reestruturou o sistema financeiro (Bognanski, Tombini, e Werlang, 2000). Desde 1999, por decreto presidencial, o Conselho Monetário Nacional (composto por membros do banco central e de outros ministérios) passou a estabelecer metas de inflação. No final de cada ano, caso a taxa de inflação estivesse fora das margens de tolerância, o banco central do Brasil deveria se explicar publicamente. O banco central informou também as ações a serem tomadas para fazer convergir a inflação novamente para a meta.

Nos anos 2000, o governo do Brasil aprovou a Lei de Responsabilidade Fiscal, um planejamento transparente que busca o equilíbrio das contas públicas. O plano estabelece metas de resultados entre receitas e despesas, e a obediência a limites de despesas (despesa com pessoal e segurança social por exemplo), renúncia de receitas e endividamento. Relativamente a situação fiscal mais recente, o Brasil registou em 2020, ano da pandemia, um déficit primário alto de 7,9% do PIB, e com isso elevou a dívida líquida do setor público para 61% do PIB. Conforme observado no início deste capítulo, défices públicos sistemáticos nas economias emergentes comprometem os efeitos da política monetária para conter a inflação. Contudo, em 2021 e 2022, o Brasil registou

superavit primário e reduziu a dívida líquida do setor público. Em 2023, voltou a registrar um pequeno déficit primário (ver gráfico 3.4b).

Gráfico 3.4b



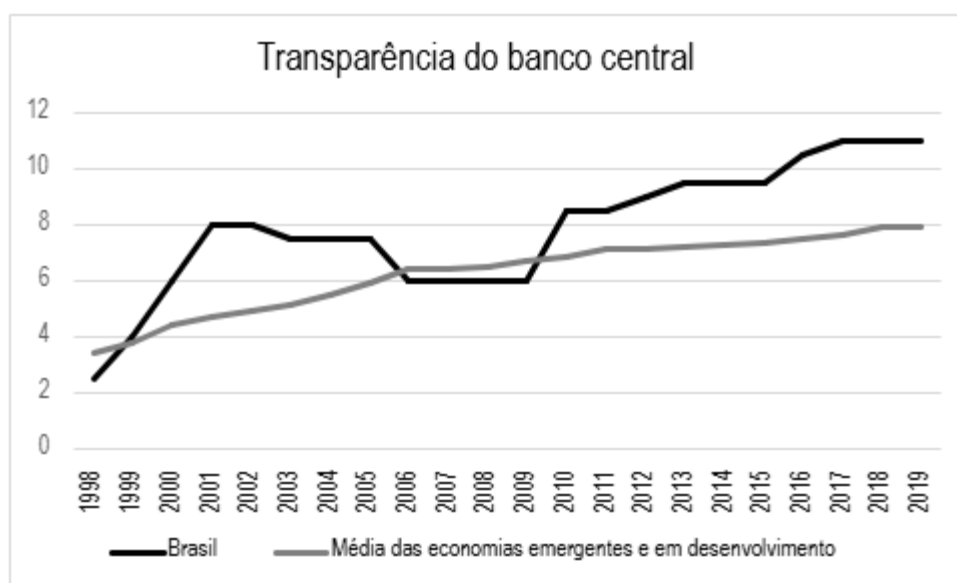
Fonte: FMI.

Desde a grande crise financeira, o papel dos bancos centrais nas economias vem se alterando com mais significância. Dincer et al em 2022 atualizaram o índice de transparência do banco central com dados até 2019. A transparência do banco central está relacionada com o grau da sua autonomia e também da sua comunicação enquanto conduz a política monetária. O índice de transparência do banco central pode registrar valores de zero a quinze, e é medido através da soma de valores atribuídos à cinco aspetos. Primeiro, a transparência política refere-se ao arranjo institucional e objetivos primários do banco central (estabilidade da inflação). Segundo, a transparência económica refere-se aos dados e ao modelo económico que o banco central utiliza para formular suas projeções. Terceiro, a transparência processual refere-se a forma como o banco central torna explícita a sua estratégia de política monetária (definindo metas de inflação). Quarto, a transparência regulatória identifica se o banco central torna público ou não o racional e sua expectativa nas suas decisões de política monetária (aumento dos juros). Finalmente, a transparência operacional refere-se à comunicação do banco central dos problemas na

implementação da política monetária (se divulga as razões pelas quais não atinge suas metas, por exemplo).

Desde o final da década de 1990, as economias emergentes e em desenvolvimento aumentaram a transparência dos seus bancos centrais, em conformidade com uma tendência mundial. O Brasil possui maior transparência da política monetária do banco central, quando comparados com a média das economias emergentes e em desenvolvimento (Argentina, Bangladesh, Brasil, Chile, China, Colômbia, Egito, Índia, Indonésia, Irã, Kuwait, Malásia, México, Paquistão, Peru, Polónia, Rússia, Arábia Saudita, África do Sul, Tailândia, Tunísia, Turquia e Zâmbia). O Brasil melhorou seu índice de transparência do banco central desde a implementação do regime de metas de inflação em 1999 (ver gráfico 3.4c).

Gráfico 3.4c



Fonte: *University of California, Berkeley.*

Os estudos empíricos mais recentes concluem que a sensibilidade das expectativas de inflação aos choques em um regime de metas de inflação está relacionada com o grau de ancoragem da inflação (Beckmann e Czudaj, 2024). O grau de ancoragem é determinado pela independência do banco central e a transparência da política monetária. As expectativas de inflação no longo prazo oscilam mais, quando existem incertezas em relação a capacidade de o banco central atingir sua meta. A ancoragem da inflação no longo prazo será menor quanto maior forem

os choques permanentes na economia. O índice de incerteza mundial sugerido por Ahir et al. (2022) registou seu nível mais alto em 2020, mesmo ano da pandemia. O Brasil está entre os países com maior grau de incerteza.

O estudo de Beckmann e Czudaj em 2024, com dados entre 1995 e 2022 para uma amostra ampla de países, evidenciam que as economias emergentes e em desenvolvimento registaram uma combinação de baixa ancoragem com inflação alta. Desde a pandemia, o Brasil, por exemplo, passa por dificuldades em manter um processo de desinflação.

4. O processo inflacionário entre 2021 e 2023 na ótica do banco central: o caso do Brasil

O Comitê de Política Monetária do banco central do Brasil publica trimestralmente o Relatório de Inflação como forma de promover a transparência da instituição. A implementação da política monetária tem impacto sobre a economia com defasagens e incertezas. As projeções para inflação são condicionadas por variáveis econômicas, principalmente pela trajetória da taxa de juros e da taxa de câmbio. O banco central estabelece um balanço dos cenários doméstico e externo para orientar sua política monetária.

O banco central do Brasil mostrou-se cauteloso em relação aos sinais do aumento da inflação e, por esse motivo, promoveu um aperto monetário no início de 2021. Em seguida, reverteu a trajetória do ciclo de alta dos juros antes das economias avançadas.

4.1. Março de 2021: A retomada da economia mundial e o surgimento da inflação

Segundo a visão do banco central do Brasil em relação ao cenário externo, a economia mundial mostrou sinais de recuperação em março de 2021, devido aos estímulos fiscais e monetários nas economias avançadas e aos avanços da vacinação contra a pandemia. O endividamento público aumentou devido ao aumento de gastos dos governos. As principais economias mundiais apresentaram riscos inflacionários gerando volatilidade dos mercados. O distanciamento social durante a pandemia direcionou o consumo para bens eletrônicos, farmacêuticos e de alimentação no domicílio, fazendo aumentar os preços das *commodities* agrícolas e metálicas. Os Estados Unidos recuperaram o crescimento econômico mais rapidamente.

No Brasil, o banco central projetou uma recuperação do crescimento do PIB que registou taxa de 3,8% em 2021. As reformas internas foram lentas, ampliaram o risco país e geraram inflação acima do projetado. A expectativa de inflação registou taxas de 4% e 3,5% em 2021 e 2022 respectivamente. O banco central estimou uma taxa de câmbio de 5,7 reais por dólar, e iniciou um ciclo de aperto monetário com estimativas dos juros elevados para 4,5% e 5,5% em 2021 e 2022 respectivamente. O banco central subiu os juros em mais 0,75% (as taxas atingiram 2,75%), visando convergir a inflação para a meta no médio prazo.

4.2. Junho de 2021: Economia interna acelerando-se e inflação mais incerta

No cenário externo, permaneceram os estímulos fiscais e monetários nas economias avançadas em Junho de 2021, para reforçar o processo de recuperação da economia mundial. Os principais bancos centrais comunicaram uma política monetária expansionista por um período prolongado, devido à ociosidade da economia global. A inflação continuou elevada e incerta nas principais economias, impactando os mercados.

No Brasil, a atividade económica doméstica acelerou-se mais do que o esperado, mesmo durante a nova onda da pandemia. A confiança dos agentes melhorou com as medidas de preservação do emprego e da renda e com a ampliação da vacinação. As perspetivas para o crescimento da economia brasileira melhoraram, devido aos estímulos monetários e ao aumento dos preços das *commodities* que melhoraram o desempenho do setor exportador. O banco central revisou a sua projeção do PIB para 4,6% em 2021.

As expectativas de inflação deterioraram-se e registaram taxas de 5,8%, 3,8% e 3,25% para 2021, 2022 e 2023 respetivamente. A subida da inflação surpreendeu as projeções dos analistas, devido ao aumento do preço das *commodities* e devido à crise hídrica que fez subir as tarifas energéticas. O banco central estimou taxas de inflação de 5,8% e 3,5% em 2021 e 2022 respetivamente, tendo como premissa para o seu cenário uma taxa de câmbio de 5,05 reais por dólar. A taxas de juros projetadas foram elevadas para 6,25% e 6,5% em 2021 e 2022. Os juros da economia atingiram 4,25%, depois de aumentar mais 2,25% desde o início do ciclo de aperto monetário.

A previsão para inflação no Brasil poderia melhorar por um lado pela reversão no aumento do preço das *commodities*, mas por outro lado poderia agravar-se pela retirada tardia dos estímulos fiscais. O banco central projetou novas altas dos juros na mesma intensidade.

4.3. Setembro de 2021: Incertezas no crescimento da China e os efeitos do aperto monetário

Em relação ao cenário externo, o banco central em Setembro de 2021 reduziu as suas projeções para o crescimento da economia global, devido às novas variantes da covid na China e ao aperto monetário nas economias emergentes. Por outro lado, a abertura das principais economias mundiais no pós-pandemia e os estímulos monetários mais prolongados contribuíram de maneira positiva para o crescimento económico global.

No cenário interno, manteve-se o ritmo de crescimento da atividade. O mercado de trabalho recuperou e a normalização na cadeia de oferta melhoraram o desempenho da indústria. O banco central projetou um crescimento do PIB de 4,7% em 2021.

As expectativas de inflação registaram taxas mais altas de 8,3% e 4,1% em 2021 e 2022 respectivamente, acima da meta. A inflação foi pior do que o esperado devido ao choque de ofertas de bens industriais (no setor de automóveis e vestuário) e devido à alta nos preços dos serviços e dos bens (alimentos e energia).

O banco central subiu as taxas num ritmo mais acelerado, para 6,25%. O aumento da inflação representou um risco acima do normal e por esse motivo o banco central sinalizou novas altas dos juros.

4.4. Dezembro de 2021: A Deterioração do cenário externo

O Comité de política monetária em dezembro de 2021 comunicou maiores receios em relação ao balanço de riscos do cenário externo. Os bancos centrais das principais economias no mundo expressaram cautela com relação à inflação mais persistente. A China desacelerou o ritmo do crescimento devido às restrições de financiamento no seu setor imobiliário. As perspetivas de maiores flutuações na recuperação do crescimento das economias avançadas geraram quedas no preço das *commodities*. As economias emergentes atrasaram a vacinação, e mesmo os países desenvolvidos tiveram dificuldade em avançar com a cobertura das vacinas. Os estímulos mais moderados, trouxeram perspetivas de retomada do crescimento para patamares mais baixos.

Nos Estados Unidos a recuperação económica consolidou-se, através do suporte financeiro dos governos, e também devido ao aquecimento do mercado de trabalho no setor de serviços. Na zona do Euro, a atividade económica acelerou-se estimulada pela reabertura e retomada do setor dos serviços após a pandemia. A taxa de poupança reduziu-se, e o consumo aumentou na zona do euro devido aos ganhos de renda e melhoria do mercado de trabalho. Por outro lado, o aumento nos preços de energia e a escassez de *inputs* contribuíram negativamente para a atividade.

Em relação ao cenário interno, a confiança deteriorou-se e a atividade económica cresceu abaixo do esperado. O PIB no Brasil recuou levemente, interrompendo o crescimento desde o final de 2020. A agropecuária recuou, a indústria permaneceu estável e o setor de serviços continuou a crescer com o reaquecimento do consumo privado e a recuperação do mercado de trabalho.

O banco central revisou para baixo as suas estimativas de crescimento e projetou um PIB de 4,4% e 1% para 2021 e 2022 respetivamente.

A inflação continuou alta e surpreendeu os agentes devido ao aumento do preço dos combustíveis. Os preços na indústria e no setor de serviços também mostraram sinais de alta. O banco central comunicou maiores preocupações com a sensibilidade das expectativas de inflação em relação aos choques que registaram taxas de 10,2%, 5% e 3,5% em 2021, 2022 e 2023 respetivamente. O banco central estimou uma taxa de câmbio de 5,65 reais por dólar e elevou os juros num ritmo mais acelerado para 9,25%. Os juros projetados atingiram um pico de 11,75%, antes de reverter a trajetória para queda com taxas estimadas em 11,25% e 8% em 2022 e 2023 respetivamente. O banco central justificou a permanência do ciclo de aperto monetário para garantir a ancoragem da expectativa de inflação no longo prazo.

4.5. Março de 2022: A guerra entre a Rússia e a Ucrânia

O cenário externo se deteriorou ainda mais em fevereiro de 2022 com o início das sanções financeiras e económicas na guerra. A incapacidade de prever o desenrolar dos conflitos geraram impacto sobre os preços das *commodities*, principalmente em alimentos (cereais) e energia (petróleo e gás natural). A recuperação da economia americana e a escassez de mão de obra geraram aumento dos salários e agravaram o processo inflacionário. Ao aquecimento da economia na zona do euro e as novas previsões de estímulos fiscais na Ásia, somaram-se a escassez de oferta, o que gerou pressões nos preços dos *inputs*. As economias avançadas apresentaram taxas de inflação em patamares históricos e as economias emergentes também registaram perspectivas de inflação elevada. Os bancos centrais reagiram elevando as taxas de juros.

O PIB do Brasil cresceu 4,6% no encerramento de 2021. No início de 2022, a escassez de insumos limitou o desempenho da indústria. A situação fiscal deteriorou-se e o aperto monetário mais longo do que o esperado elevaram o grau de incerteza para economia brasileira. O banco central projetou um crescimento de 1% do PIB para 2022.

Após surpresas consecutivas no aumento da inflação no Brasil, a expectativa de inflação subiu e registou uma taxa de 6,4% superando o teto da meta em 2022. Os juros projetados subiram e registaram taxa de 12,75% em junho de 2022. O banco central projetou o comportamento da inflação convergindo para a meta em 2023, tendo como premissa o preço das *commodities* e dos

insumos, e não mais determinadas pela crise hídrica devido a melhores nas condições pluviométricas.

4.6. Junho de 2022: A inflação historicamente alta nas economias avançadas

O banco central em junho de 2022 comunicou que o cenário externo seguia se deteriorando, devido à redução do ritmo de recuperação da economia global e aos riscos da inflação no mundo. Para conter a escalada da inflação, os bancos centrais das principais economias continuaram a retirar os estímulos monetários. O desenrolar pessimista do conflito entre a Rússia e a Ucrânia ampliaram a aversão ao risco e seguiram pressionando os preços da *commodities*. Nos Estados unidos, o ritmo de crescimento desacelerou desde o primeiro trimestre de 2022 e a inflação continuou a elevar-se devido a pressão sobre preços de inputs (energia e de alimentos) e o aumento dos salários. Na zona do Euro, algumas regiões foram mais afetadas pela guerra no leste europeu. A alta do preço de energia refletiu na confiança e nas perspectivas de crescimento da economia na Europa. A inflação continuou acima da meta em quase todas economias avançadas, e as políticas monetárias restritivas (nos Estados unidos e na Zona do euro) aumentaram os riscos de desaceleração da atividade. As economias emergentes também registaram expectativas de aumento da inflação e das taxas de juros em 2022 e 2023 (principalmente na América latina e no leste europeu).

Relativamente a conjuntura interna, a economia brasileira registou desempenho acima do esperado com a retomada dos setores mais afetados pela pandemia, e por isso o banco central revisou o aumento do PIB para 1,7% em 2022, acima da projeção anterior.

A inflação surpreendeu o banco central e registou taxas acima da meta, devido ao aumento dos preços dos alimentos e energia, mas também devido a inflação de serviços e bens industriais. As expectativas de inflação registaram taxas de 8,5%, 4,7% e 3,2% para 2022, 2023 e 2024 respetivamente. O banco central estimou para um cenário base uma taxa de câmbio de 4,9 reais por dólar e o preço do petróleo em US\$ 110.

O banco central sinalizou mais um aumento na taxa de juros em 0,5%, e projetou juros de 13,25% em 2022, para então reduzir-se registando 10% e 7,5% em 2023 e 2024 respetivamente. O Comité de política monetária continuou com o ciclo de aperto monetário, devido aos riscos de desancoragem das expectativas de inflação no longo prazo.

4.7. Setembro de 2022: Riscos da desaceleração do crescimento global

O banco central em setembro de 2022 mostrou receios em relação a um cenário externo adverso e volátil, com perspectivas de desaceleração do crescimento global. As novas restrições de mobilidade na China, o desenrolar da guerra na Ucrânia e o ciclo de aperto monetário nas economias centrais geraram riscos para a atividade e para a inflação. A economia global cresceu a ritmos menores.

Os Estados Unidos registraram uma contração na economia no primeiro semestre 2022. A economia americana registou menores taxas de investimento, devido aos juros elevados que pressionaram condições de financiamento para as famílias e empresas. As dificuldades de contratações em setores da economia americana geraram pressões sobre os salários, fazendo subir a inflação para o consumidor.

Na Zona do Euro, continuaram as incertezas relativamente a guerra da Ucrânia. A crise energética elevou o preço do gás, que por sua vez fez subir a inflação e reduziu o poder de compra das famílias. As pressões sobre os custos das empresas, levaram os governos a adotarem medidas para evitar o aumento dos preços de energia. As economias avançadas continuaram a registrar taxas de inflação historicamente elevadas. As economias emergentes anteciparam o ciclo de aperto monetário também em um cenário de inflação elevada, devido à pressão do preço das commodities, forte procura agregada e câmbio desvalorizado.

Relativamente ao cenário interno, o banco central projetou crescimento do PIB de 2,7% em 2022 acima da projeção anterior de 1,7%, devido aos estímulos fiscais.

A inflação recuou com o impacto das medidas tributárias sobre o preço dos combustíveis e da energia elétrica, mas por outro lado os serviços geraram pressões sobre os preços. A expectativa de inflação atingiu 6% em 2022, abaixo da estimativa anterior de 8,5%, no entanto ainda acima do teto da meta. O banco central estimou uma taxa de câmbio de 5,2 reais por dólar, e um recuo no preço das *commodities* (petróleo). As expectativas de inflação registraram taxas de 5% e 3,5% em 2023 e 2024 respectivamente. As taxas de juros estimadas registraram taxa de 13,75% em 2022. O banco central projetou o início do ciclo de afrouxamento monetário em 2023, com taxas de juros de 11,25% e 8% em 2023 e 2024 respectivamente. O banco central não descartou a possibilidade de retomada do ciclo de alta dos juros caso fosse necessário.

4.8. Dezembro de 2022: Deterioração da situação fiscal nas economias avançadas

O cenário externo no final de 2022 continuou adverso e volátil devido às perspectivas de crescimento global abaixo do potencial para 2023, agravados pelas perspectivas de desaceleração do crescimento da China. A inflação global continuou elevada devido ao mercado de trabalho aquecido e pressões sobre os preços de serviços. Por outro lado, a normalização da cadeia de oferta e os preços das *commodities* mais estáveis reduziram as pressões sobre os preços dos bens. A política monetária nos países avançados continuou restritiva com impacto sobre o crescimento da economia global. A situação fiscal deteriorada também nas economias avançadas (no Reino Unido, por exemplo) geraram impacto nos mercados.

Os Estados Unidos cresceram no terceiro semestre de 2022 devido ao aumento do consumo para níveis pré-pandemia. A inflação nos Estados Unidos atingiu as maiores taxas desde a década de 1980 (aproximadamente 6%), devido a pressões da procura, alta no preço das *commodities* (energia e alimentos) e o mercado de trabalho aquecido. O Banco central americano continuou aumentando as taxas de juros e também utilizou outros mecanismos de aperto monetário para conter a inflação elevada.

Na Europa, a crise energética e a baixa confiança dos agentes geraram perspectivas de crescimento desacelerado em função da guerra na Ucrânia. Os governos da zona do euro anunciaram medidas fiscais para fazer frente a perda do poder de compra das famílias e o aumento de custo das empresas. A inflação na Zona do euro atingiu dois dígitos devido ao aumento dos preços de energia e de alimentos, e levou o banco central europeu a intensificar o ciclo de aperto monetário. As economias emergentes continuaram com seus ciclos de alta dos dos juros e a expectativa de inflação manteve-se acima da meta em 2023.

No cenário interno, o PIB brasileiro registou um crescimento mais moderado no final de 2022 em linha com o esperado. O banco central projetou crescimento de 2,9% e 1% em 2022 e 2023 respectivamente.

A expectativa de inflação permaneceu em 5,9%, 5,1% e 3,5% para 2022, 2023 e 2024 respectivamente. O banco central estimou uma taxa de câmbio de 5,25 reais por dólar e manutenção da taxa de juros em 13,75%. O Comitê de política monetária confirmou um cenário de desinflação com expectativa de inflação no teto da meta em 2023. O banco central projetou taxas de juros menores de 11,75% em 2023.

4.9. Março de 2023: A crise no sistema bancário

O cenário externo continuou deteriorando-se no início de 2023, desta vez agravado pelos eventos de insolvência dos bancos nos Estados Unidos e na Europa, que geraram volatilidade nos mercados. O banco central fez uma retrospectiva da sequência de choques globais até aquele momento, que refletiram em incertezas para a trajetória do crescimento global.

A inflação continuou elevada mesmo num ambiente de aperto monetário. O Comitê de política monetária esclareceu, em primeiro lugar, que os efeitos das altas de juros ao redor do mundo ainda deveriam ocorrer com alguma defasagem; em segundo lugar, que apesar da desaceleração do crescimento global, o mercado de trabalho continuou aquecido; e, finalmente, que a retomada dos setores mais impactados com a pandemia geraram pressão sobre os preços dos serviços.

A continuidade da guerra na Ucrânia, a escassez de oferta de energia e outras *commodities* e o endividamento elevado dos países determinaram as incertezas em relação ao crescimento das economias. Os governos evitaram uma contração da economia global ainda mais forte ao manter os estímulos fiscais para reduzir os efeitos da crise energética.

O crescimento da economia dos Estados Unidos desacelerou-se, com baixos níveis de investimento no setor de construção civil devido a taxas de juros altas. A inflação nos Estados Unidos desacelerou-se, mas continuou em patamares elevados. O mercado de trabalho registou taxas de desemprego historicamente baixas. Na Europa, a economia mostrou resiliência e a inflação desacelerou-se após atingir um pico em novembro de 2022. Os bancos centrais dos Estados Unidos e da Zona do Euro continuaram subindo as suas taxas de juros, mas reduziram seus estoques de títulos públicos.

Na China, a economia registou recuperação da atividade, após reduzir as restrições de mobilidade para combater a pandemia. Nas economias emergentes, a inflação continuou acima da meta, mas alguns países apresentaram sinais de desaceleração das expectativas de inflação em 2023. A maioria dos bancos centrais das economias emergentes interromperam o ciclo de alta dos juros e, com isso, suas moedas depreciaram-se devido às taxas de juros altas nos Estados Unidos. As economias emergentes desaceleraram-se, em conformidade com a tendência de desaquecimento da economia global.

Relativamente ao cenário interno, o banco central comunicou uma desaceleração da atividade como já esperado e projetou um crescimento do PIB de 1,2% para 2023.

A inflação recuou, mas continuou acima do teto da meta. As expectativas de inflação sinalizaram desancoragem e registaram taxas mais altas em torno de 6,0% e 4,1% para 2023 e 2024. Os juros permaneceram em 13,75% e o início do ciclo de queda foi prorrogado para o final de 2023, encerrando o ano com taxas de 12,75%. As taxas de juros esperadas continuariam a descer para 10%, 9% e 9% em 2024, 2025 e 2026 respectivamente. O banco central estimou em seu cenário base, uma taxa de câmbio de 5,25 reais por dólar e uma acomodação do preço do petróleo em torno de 75 dólares. O banco central não descartou retomar o ciclo de ajuste monetário, caso a trajetória de queda da inflação não ocorresse conforme o esperado.

4.10. Junho de 2023: Perspetivas positivas no cenário internacional e interno

O banco central comunicou em junho de 2023 que o cenário externo permaneceu adverso, mas com revisões positivas para o crescimento da economia mundial. A inflação global continuou elevada e o banco central ainda aguardava parte dos efeitos das políticas monetárias restritivas se materializarem.

Nos Estados Unidos, a economia cresceu devido ao aumento do consumo das famílias, mas o estresse do sistema bancário americano contribuiu de forma negativa para a atividade global. A inflação americana registou taxa elevada (em torno de 4%), mas desacelerou desde meados de 2022 devido a menores pressões sobre os preços de energia e de alimentos. As expectativas para inflação americana indicaram convergência para a meta de 2% em 2025. Na zona do euro, a economia entrou em recessão no início do ano de 2023 devido ao fraco desempenho da economia alemã. O Banco Central Europeu continuou em seu ciclo de aperto monetário e a inflação desacelerou-se desde o final de 2022.

Na China, a economia ganhou impulso no final de 2022 sem maiores preocupações com a inflação no país. As economias emergentes apresentaram um desempenho positivo do crescimento. Algumas economias emergentes registaram taxas de inflação em desaceleração e com isso os bancos centrais interromperam o ciclo de alta de juros.

No cenário interno, a economia brasileira cresceu acima do esperado no início de 2023, e o banco central revisou o crescimento do PIB brasileiro para 2%, partindo de uma projeção de 1,2% anteriormente.

A inflação no Brasil recuou com menores pressões de preços de alimentos e da indústria, e as expectativas de inflação registaram taxas mais baixas em torno de 5% e 4% para 2023 e 2024

respetivamente. O banco central estimou uma taxa de câmbio mais valorizada de 4,85 reais por dólar, revisou pra baixo suas projeções dos juros e descartou a possibilidade de novas altas.

4.11. Setembro de 2023: Os juros elevados nos Estados unidos e na Zona do Euro

O cenário externo ficou mais incerto com perspectivas das taxas de juros elevadas por um período longo nos Estados Unidos e crescimento mais lento na China. A inflação no mundo continuou em patamares historicamente elevados devido ao consumo das famílias e o mercado de trabalho aquecidos. A atividade global sustentou-se ainda que diante do ciclo de aperto monetário e da crise bancária internacional. Os bancos centrais das principais economias sinalizaram a necessidade de manter as taxas de juros elevadas por um período prolongado.

A economia americana registou forte crescimento devido ao consumo das famílias e mercado de trabalho aquecido afastando a possibilidade de recessão. O investimento mostrou sinais de retomada e a confiança melhorou. A inflação americana continuou acima da meta de 2%, mas em ritmo de desaceleração. O banco central americano manteve a taxa de juros entre 5,25% e 5,5% sem descartar possibilidade de novas altas dos juros.

Na Zona Euro, as expectativas de crescimento da economia foram revisadas para cima descartando um cenário de recessão, mesmo a Alemanha contribuindo negativamente. A inflação na zona do euro desacelerou, mas o banco central europeu sinalizou que iria manter as taxas de juros elevadas para convergir a inflação para a meta de 2%.

Na China, a atividade registou desempenho abaixo do esperado devido ao fraco crescimento do setor imobiliário. As economias emergentes cresceram, a inflação continuou em queda e as expectativas de inflação convergiram para a meta em 2024.

Relativamente ao cenário interno, a atividade da economia brasileira superou novamente as previsões devido ao desempenho da indústria e do setor de serviços. A inflação surpreendeu para baixo e a expectativa no longo prazo registou ancoragem com taxas estimadas em 4,9% e 3,9% em 2023 e 2024, respetivamente. O banco central reduziu a taxa de juros para 12,75%, mas sinalizou cautela no ritmo de afrouxamento monetário para garantir a desinflação.

4.12. Dezembro de 2023: O processo de desinflação consolidou-se?

O cenário externo continuou volátil em dezembro de 2023. A inflação no mundo continuou em queda, mas em patamares elevados e acima da meta em diversos países. A economia global manteve-se crescendo, com desempenho favorável da atividade, devido ao consumo das famílias, o mercado de trabalho aquecido e o bom desempenho do setor de serviços.

A economia dos Estados Unidos continuou crescendo de forma sólida. A inflação americana continuou a desacelerar e registou taxa de 3%, devido a menores pressões sobre os preços de alimentos e energia. O Banco central dos Estados Unidos manteve suas taxas de juros elevadas, mas projetou juros mais baixos entre 4,5% e 4,75% para o final de 2024.

A Zona Euro registou crescimento baixo e estagnação em alguns momentos. A inflação na Zona Euro desacelerou-se com os efeitos da elevação da taxa de juros para 4%, e o Banco Central Europeu sinalizou manutenção dos juros elevados por um período prolongado.

A economia na China acelerou-se com projeções acima do esperado no encerramento de 2023. As economias emergentes apresentaram desempenho positivo das suas atividades devido a melhoria das condições financeiras globais e perspectivas para o crescimento da economia chinesa. A inflação desacelerou-se, mas com expectativas ainda acima da meta em muitas economias emergentes. Os bancos centrais das economias emergentes decidiram manter os juros estáveis, com exceção do Brasil, do Chile e do Peru que diminuíram as suas taxas de juros.

Relativamente ao cenário interno, o consumo das famílias sustentou a atividade e encerrou o ano com crescimento do PIB estimado em 3% em 2023. O mercado de trabalho continuou resiliente. O banco central estimou taxas de inflação de 4,6%, 3,5% e 3,20% para 2023, 2024 e 2025 respetivamente. Os juros encerram o ano de 2023 em 11,75% com perspectivas de novas quedas em 2024.

5. Conclusão

O regime de metas de inflação foi capaz de reduzir a inflação e torná-la mais estável desde a sua implementação nos anos 1990 e 2000. Segundo a literatura, até 2019 as economias emergentes registaram menor capacidade de ancoragem da expectativa de inflação quando comparadas com as economias avançadas (Kose et al, 2019).

Em 2021, o aumento da inflação levou os bancos centrais das economias emergentes a anteciparem o ciclo de aperto monetário, para convergir a expectativa de inflação para a meta. As economias emergentes e em desenvolvimento e as economias avançadas registaram taxas de inflação historicamente altas, antes de inflação começar a cair. A experiência do Brasil mostrou que a inflação permaneceu acima do teto da meta. As economias emergentes, durante o processo inflacionário entre 2021 e 2023, registaram maior sensibilidade das expectativas de inflação aos choques.

O processo inflacionário no Brasil em 2021 surpreendeu as projeções do banco central e dos analistas. A inflação registou taxas de inflação mais altas do que o esperado de forma sistemática. Por este motivo, o comitê de política monetária do banco central foi cauteloso na condução da sua política monetária, e buscou convergir a inflação para a meta. O banco central do Brasil considerou um balanço de riscos do cenário económico doméstico e externo nas decisões sobre a taxa de juros. O processo de desinflação no Brasil ainda não se consolidou.

Bibliografia

Agustín, A. e Kirchner, M. (2019). *Shifting inflation expectations and monetary policy*. Banco central do Chile.

Akinsola, F. A. e Odhiambo, N. M. (2017). *Inflation and economic growth: A review of the international literature*.

Ari, M. A.; Mulas-Granados, M. C.; Mylonas, M. V.; Ratnovski, M. L., e Zhao, W. (2023). *One hundred inflation shocks: Seven stylized facts*. Fundo Monetário Internacional.

Batini, N. e Laxton, D. (2007). *Under what conditions can inflation targeting be adopted?: The experience of emerging markets. Series on Central Banking, Analysis, and Economic Policies*.

Beckmann, J. e Czudaj, R. L. (2024). *Uncertainty shocks and inflation: The role of credibility and expectation anchoring*.

Bernanke, B. S. e Mishkin, F. S. (1997). *Inflation targeting: a new framework for monetary policy? Journal of Economic perspectives*.

Bogdanski, J.; Tombini, A. A. e Werlang, S. R. D. C. (2000). *Implementing inflation targeting in Brazil*. Banco central do Brasil.

Bruno, M. e Easterly, W. (1998). *Inflation crises and long-run growth. Journal of Monetary economics*.

Carvalho, C. e Nechio, F. (2023). *Challenges to Disinflation: The Brazilian Experience. Brookings Papers on Economic Activity*.

Chang, H. J. (2008). *Bad Samaritans: The guilty secrets of rich nations and the threat to global prosperity*. Random House.

Contador, C. R. (1992). Juros, inflação e recessão: os mitos. *COPPEAD*.

Davis, S. e Presno, I. (2014). *Capital controls as an instrument of monetary policy. Federal Reserve Bank of Dallas*.

De Pooter, M.; Robitaille, P. T.; Walker, I. e Zdinak, M. (2014). *Are long-term inflation expectations well anchored in Brazil, Chile and Mexico?*.

Dincer, N.; Eichengreen, B. e Geraats, P. (2022). *Trends in monetary policy transparency: further updates. International Journal of Central Banking.*

Fraga, A.; Goldfajn, I. e Minella A. (2003). *Inflation targeting in emerging market economies. NBER macroeconomics annual.*

Favero, C. A., e Giavazzi, F. (2005). *Inflation targeting and debt: lessons from Brazil.*

Gonçalves, C. E. S. e Salles, J. M. (2008). *Inflation targeting in emerging economies: What do the data say?. Journal of Development Economics.*

Gokal, V. e Hanif, S. (2004). *Relationship between inflation and economic growth. Economics Department, Reserve Bank of Fiji.*

Ghosh, A. & Phillips, S. (1998). *Warning: Inflation may be harmful to your growth. Staff Papers.*

Gottschalk, J. e Moore, D. (2001). *Implementing inflation targeting regimes: The case of Poland. Journal of comparative economics.*

Ha, J.; Kose, M. A.; e Ohnsorge, F. (2019). *Inflation in emerging and developing economies: Evolution, drivers, and policies. Banco Mundial.*

Kopits, M. G.; e Symansky, M. S. A. (1998). *Fiscal policy rules. Fundo Monetário Internacional.*

Kose, M. A.; Matsuoka, H.; Panizza, U. e Vorisek; D. (2019). *Inflation Expectations Review and Evidence. Banco Mundial.*

Lima, U. M. (2017). O debate sobre o processo de desenvolvimento económico da Coreia do Sul: uma linha alternativa de interpretação. *Economia e Sociedade.*

Minella, A.; Springer de Freitas, P.; Goldfajn, I. e Kfoury Muinhos, M. (2002). *Inflation targeting in Brazil: lessons and challenges. Banco Central do Brasil.*

Mishkin, F. S. (2008). *Can inflation targeting work in emerging market countries?*

Sacramento, A. R. S. (2005). Contribuições da Lei de Responsabilidade Fiscal para o avanço da *Accountability* no Brasil. *Cadernos Gestão Pública e Cidadania.*

Relatório de inflação. Banco Central do Brasil, março de 2021 a dezembro de 2023 (publicação trimestral)

Svensson, L. E. (1997). *Inflation forecast targeting: Implementing and monitoring inflation targets. European economic review.*

Valdés, R. O. (2008). *Inflation targeting in Chile: Experience and selected issues*.