



Incertezas e gradualismo do Copom

O conforto considerável quanto aos preços permite uma ação mais ousada

As decisões recentes do Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central (BC) têm suscitado críticas de alguns segmentos da sociedade, em particular do setor produtivo. O foco dessas críticas tem base no argumento de que o Copom tem sido excessivamente conservador no ritmo de flexibilização da política monetária, o que seria comprovado através do comportamento da inflação, que tem assinalado de maneira sistemática para um patamar inferior à meta estabelecida para o ano. Em função disso, embora o ritmo de crescimento da economia brasileira tenha dado sinais de recuperação um pouco mais robusta nas últimas semanas, estímulos à demanda via maior flexibilização da política monetária seriam bem-vindos e, potencialmente, poderiam conduzir o crescimento econômico do País a um patamar mais satisfatório em 2007.

Um dos argumentos centrais do BC no que tange ao ritmo das suas decisões foca-se sobre suas incertezas com relação aos mecanismos de transmissão da política monetária e às defasagens existentes entre as suas decisões e seus efeitos sobre o conjunto do sistema econômico. Adicionalmente, o BC enxerga que a taxa de juros se aproxima do seu patamar de equilíbrio de médio prazo, o que sugere que movimentos mais bruscos em termos de redução seriam desnecessários e inconvenientes. Ao mesmo tempo, a reação da atividade econômica reduz a necessidade de movimentos mais intensos de flexibilização da política monetária neste momento.

Em face desses elementos, é claro que a natureza das incertezas desempenha um papel re-



levante no contexto das decisões acerca da taxa de juros. Do ponto de vista analítico, as implicações das incertezas sobre o desenho da política monetária em regime de metas para inflação têm recebido considerável atenção recentemente. Sob essa perspectiva, além da fonte de incerteza mencionada pelo BC, três outras fontes de incertezas podem ser consideradas nesse processo. Nesse contexto, a incerteza sobre alguns dos determinantes da inflação ocorre por conta do fato de que algumas séries econômicas não são observáveis na prática e devem ser estimadas, como é o caso, por exemplo, do hiato do produto. Outra fonte de incerteza recai sobre os parâmetros do modelo utilizado (nesse sentido, as técnicas econometrísticas proporcionam alguma dimensão do grau de incerteza associado às estimativas). Por fim, outra fonte de incerteza está associada ao grau e à persistência dos choques aos quais a economia está

sujeita (sejam eles de oferta ou de demanda) e seus efeitos sobre o conjunto da economia.

Embora a literatura sobre o tema não seja completamente consensual, tendo em vista as incertezas inerentes do processo e na tentativa de evitar maiores instabilidades no mercado financeiro, os bancos centrais preferem uma abordagem gradual no contexto da condução da política monetária (refletida, em grande medida, pela "estratégia" de suavização da taxa de juros ao longo do tempo). Traduzindo essa discussão para a prática do Banco Central, as indicações diretas são de que a abordagem gradualista tem imperado ao longo dos últimos anos e, aparentemente, não há sinais de mudanças no curto prazo.

É difícil, no entanto, a defesa dessa postura tendo em vista o quadro da inflação e suas perspectivas de médio prazo no Brasil. A despeito das incertezas apontadas pelo BC, o cenário de inflação permanece favorável, com os preços dos produtos co-

mercializáveis com o exterior liderando a baixa. Algumas pressões permanecem no campo dos não comercializáveis com o exterior, em particular o setor de serviços, mas o comportamento desses preços ainda exibe um conforto considerável.

Esses argumentos se somam ao que vem ocorrendo do lado do mercado de câmbio brasileiro: as pressões por novas apreciações da moeda brasileira frente ao dólar norte-americano prosseguem e o BC tem feito esforços consideráveis para evitar novos movimentos nesse sentido. Nesse contexto, dado o conforto do cenário doméstico, um pouco mais de ousadia do lado da taxa de juros poderia trazer contribuições para esse lado, a despeito das incertezas existentes no contexto da economia brasileira.

* Professor e coordenador de Macro-economia Aplicada (Cemap) da FGV/EESP. Próximo artigo do autor em 9 de maio