

O impacto da incerteza na atividade econômica

*Eduardo Zilberman**

*Ricardo de Menezes Barboza***

O uso do termo “incerteza” tornou-se recorrente no noticiário econômico. Desde as eleições presidenciais, o Brasil vem atravessando um longo período caracterizado pelo alto grau de incerteza econômica. Mas o que os economistas entendem por incerteza? O senso comum sugere que os termos “incerteza” e “risco” possam ser usados como substitutos próximos para descrever um determinado cenário econômico. Há, entretanto, diferenças entre eles.

Risco descreve uma situação na qual não sabemos se determinados eventos ocorrerão, mas podemos mensurar (ou aprender) as chances deles ocorrerem. Por exemplo, ao jogar uma moeda não viciada para o alto, sabemos que a probabilidade de sair cara ou coroa é de 50%. Há risco, mas não incerteza. Como o risco é calculável, há instrumentos financeiros (seguro, por exemplo) que permitem as firmas navegarem por diversos cenários de risco, sem a necessidade de uma contração brusca na sua escala de operação.

Já a incerteza trata de eventos que mal sabemos descrever, muito menos computar as suas probabilidades de realização. Por exemplo, os possíveis desdobramentos do governo Temer. Diante da inabilidade de se projetar o cenário econômico com um mínimo de nitidez, é natural que, sob a hipótese plausível de que algumas decisões econômicas são irreversíveis, se opte por postergá-las à espera de um período menos incerto. Em outras palavras, as situações de alta incerteza paralisam.

De fato, é bem documentado na literatura acadêmica, tanto teórica quanto empírica, que a incerteza impacta negativamente as decisões de investimento e as contratações, gerando uma contração da atividade econômica. Isto posto,

procuramos quantificar como a incerteza recente vem afetando a atividade econômica no Brasil.

Obviamente, construir um índice que capture a essência da definição de incerteza econômica é uma tarefa bastante complicada, senão impossível. Portanto, para quantificar o efeito da incerteza na atividade, consideramos variáveis *proxies*, ou seja, variáveis que, de alguma forma, refletem indiretamente o grau de incerteza que vigora na economia. Inevitavelmente, estas *proxies* estão contaminadas por outros fenômenos econômicos, inclusive o risco.

Inspirado pela literatura empírica sobre o tema, consideramos as seguintes variáveis *proxies* para incerteza doméstica: (i) percentual de páginas na mídia tratando do tema incerteza econômica; (ii) volatilidade implícita dos contratos de opção de câmbio; (iii) volatilidade dos retornos do Ibovespa; e (iv) a dispersão das expectativas de inflação 12 meses à frente. Note que estas variáveis, na medida em que capturam a dificuldade de se projetar os possíveis cenários econômicos, refletem a incerteza econômica. No período contemplado por estas variáveis, a expansão recente da incerteza nunca foi tão duradoura.

Além das *proxies* para a incerteza doméstica, consideramos também uma *proxy* para a incerteza externa. Na página <http://www.policyuncertainty.com/>, há séries disponíveis para diversos países, todas construídas com base na frequência de notícias em jornais tratando do tema incerteza de política econômica. A variável *proxy* “agrega” as séries existentes para alguns dos principais parceiros comerciais do Brasil. Por fim, como medida de atividade econômica, utilizamos a Produção Industrial Mensal, calculada pelo IBGE, e o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br).

Estima-se que um “choque padrão” mensal de incerteza doméstica, dependendo da medida utilizada, contrai a produção industrial entre 0,8% e 1,3%, assim como o IBC-Br entre 0,2% e 0,6%, num horizonte de seis meses. Um choque de incerteza externa, por sua vez, também reduz a produção industrial e o IBC-Br, mas em menor magnitude: 0,5% e 0,3%, respectivamente, no mesmo horizonte.

As estimativas variam pouco nas diversas especificações consideradas. Estes resultados econométricos estão em linha com as evidências encontradas para outros países, inclusive o Brasil (veja, por exemplo, Costa Filho, 2014).

Ademais, o aumento recente da incerteza em relação à economia brasileira não foi apenas um choque pontual, mas sim uma expansão duradoura. O seu efeito acumulado na atividade econômica, portanto, tem sido substancial. Por exemplo, caso não houvesse a expansão da incerteza observada a partir do segundo semestre de 2014, estima-se que a produção industrial (o IBC-Br) seria, em média, algo entre 0,9% e 2,0% (0,4% e 0,5%) maior em 2015, dependendo da variável *proxy* utilizada.

A incerteza que paira sobre a economia brasileira emana de fatores econômicos, políticos e jurídicos, que interagem entre si. É preciso medidas de contenção fiscal que estanquem a recessão ora em curso. Mas a aprovação destas medidas depende de uma difícil articulação num Congresso de tradição fisiológica. Num ano de eleições municipais, com a sociedade civil mais vigilante, e sem o respaldo das urnas, a tarefa pode se tornar hercúlea. Finalmente, a evolução da operação Lava-Jato, ou mesmo o desenrolar das ações protocoladas no TSE contra a chapa eleita em 2014, podem minar subitamente qualquer esforço de articulação política no Congresso.

Note que estamos lidando com eventos aos quais temos dificuldades de atribuir probabilidades. Portanto, a despeito dos sinais emitidos pelo governo na direção de um rearranjo fiscal, a incerteza econômica no Brasil ainda pode permanecer alta por algum tempo. É forçoso concluir que, caso esta incerteza não se dissipe, a atividade econômica continuará deprimida.

***Eduardo Zilberman é professor do Departamento de Economia da PUC-Rio e PhD em Economia pela New York University.**

****Ricardo de Menezes Barboza é economista do Grupo de Conjuntura Econômica do IE-UFRJ e da Área de Pesquisa Econômica do BNDES. O autor escreve em caráter pessoal e sua opinião não reflete necessariamente a posição do BNDES.**