

31/05/2019 às 05h00

Culpa da incerteza?

Por **Ricardo de Menezes Barboza**

A incerteza doméstica se tornou uma estranha desculpa para a fraqueza econômica do país. Não que ela não seja uma variável importante para o ciclo econômico (ela é), mas porque os dados não sugerem que a incerteza tenha aumentado a ponto de explicar a queda da atividade nos primeiros meses de 2019.

Obviamente, não é fácil quantificar a incerteza. Mas a literatura sobre o tema sugere que ela está recorrentemente associada a períodos de dispersão de expectativas e volatilidade nos preços dos ativos, além de ser tema recorrente em jornais e na mídia em geral. Isso quer dizer que existem indicadores que tentam capturar o nível de incerteza vigente na economia.

O primeiro indicador usual de incerteza se baseia em notícias de jornal. A ideia é que quanto maior a incerteza, maior a frequência de notícias sobre o assunto nas páginas dos jornais. Para o Brasil, essa medida é calculada, por exemplo, por Nicholas Bloom, da Universidade de Stanford.

É estranho que após fortes revisões baixista do PIB de 2019 o consenso vigente mantenha as projeções de inflação de 2020

O segundo indicador diz respeito ao desvio padrão das projeções de inflação dos respondentes da pesquisa Focus do Banco Central. A ideia é que quanto maior a incerteza, maior a dificuldade de antever o futuro, aumentando a dispersão das projeções disponíveis.

O terceiro indicador é o índice de incerteza econômica do Brasil (IIE-Br), calculado pela FGV. Esse índice combina as abordagens anteriores, dando um peso de 80% para a aparição da incerteza em notícias na mídia e de 20% para dispersão das expectativas dos respondentes do Focus.

O quarto indicador é o desvio padrão dos retornos do Ibovespa. Essa medida pressupõe que quanto maior a incerteza, mais difícil se torna a precificação das ações negociadas na bolsa, criando maior volatilidade nos retornos.

O quinto indicador é a volatilidade implícita dos contratos de opção de câmbio (at the money). Tudo o mais constante, quanto maior a incerteza, maior o preço da opção negociada no mercado, porque há a expectativa de que a volatilidade futura pode ser maior.

O sexto e último indicador reconhece que todos os anteriores são imperfeitos e, nesse sentido, extraí um fator comum (na verdade, um componente principal) das cinco medidas. Pode ser visto como um denominador comum de todas as métricas aqui discutidas.

Isto dito, a grande maioria dos indicadores de incerteza sugere que esta diminuiu entre outubro de 2018 e abril de 2019 (último dado disponível), ou seja, a queda da atividade econômica em 2019 tem provavelmente a ver com outros fatores que não a incerteza doméstica.

Antes de prosseguir, quero fazer duas ressalvas para evitar confusões.

Primeiro, que embora tenha diminuído nos últimos meses, a incerteza permanece em patamar historicamente elevado em vários indicadores. Isso, de fato, impede um avanço da atividade, mas não explica uma queda da mesma. Para que atividade caia por causa da incerteza, seria preciso que esta subisse, mas os dados sugerem que ela diminuiu desde as eleições.

Segundo, que não estou desconsiderando que o período eleitoral tenha aumentado a incerteza doméstica em 2018 e que seus efeitos sobre a atividade têm defasagem. O aumento da incerteza, de fato, ocorreu no período eleitoral, mas, logo reverteu e sua tendência foi declinante. Além disso, funções de resposta ao impulso sugerem que o efeito máximo da incerteza no IBC-Br ocorre após 4 meses, de modo que a fraqueza recente já não poderia mais ser atribuída à incerteza.

E se reconhecermos que os indicadores aqui apresentados (ou a maioria deles) são frágeis e que é muito difícil medir a incerteza? E se ela tiver mesmo aumentado?

Nesse caso, deveríamos discutir a necessidade da política monetária retomar o ciclo de queda na taxa Selic. Afinal, aumentos na incerteza doméstica são choques negativos de demanda, o que diminui a taxa de juros estrutural de curto prazo da economia.

Se a autoridade monetária não reage ao choque e mantém a Selic inalterada, então o estímulo monetário pode se reduzir (ou até mesmo desaparecer). Como a conjuntura econômica prescreve política monetária estimulativa, ou seja, com taxas de juros abaixo da taxa estrutural, então manter a taxa Selic parada pode não ser uma boa alternativa.

Diante disso, não é absurdo afirmar que o debate econômico está um pouco estranho. Afinal, se por um lado muitos analistas culpam a incerteza pela fraqueza econômica do país, por outro não defendem reduções adicionais na taxa Selic. Como entender essa inusitada combinação?

Há quem diga que a incerteza está reduzindo o PIB de 2019, mas o Banco Central já está de olho em 2020, horizonte em que as expectativas de inflação se encontram na meta. Isso impediria quedas adicionais da Selic. Mas é

muito estranho que após fortes revisões baixistas do PIB de 2019 (movimento que deve continuar), o consenso vigente mantenha as projeções de PIB e de inflação para 2020 totalmente inalteradas. Essa justificativa, portanto, tem bases frágeis.

Há quem defende que reduções adicionais da Selic hoje não necessariamente se transmitiriam para a taxa real de juros ex-ante porque a incerteza é elevada. Isso tornaria inócuas ou mesmo adversas novas rodadas de afrouxamento monetário. No entanto, já reduzimos o juro no passado em contextos em que a incerteza era ainda maior, de modo que sou céptico em relação ao argumento de que dessa vez é diferente. Desse modo, essa justificativa é sim uma possibilidade conciliatória, mas longe de ser uma certeza.

Seja como for, não está fácil acompanhar o entendimento econômico consensual. Talvez isso seja fruto da complexidade da conjuntura atual, em que já não basta ao analista econômico dominar a teoria e as ferramentas estatísticas usuais. É necessário mapear fontes de incerteza, compreender a dinâmica das forças políticas no Congresso, entender as especificidades do setor elétrico e ter um mínimo de familiaridade com o direito penal e com o funcionamento do Poder Judiciário.

Com tanta coisa acontecendo ao mesmo tempo, é compreensível que muitos analistas coloquem a culpa do que desconhecem na incerteza - uma variável não observável e sempre passível de discussão. Mas antes de sentenciar que ela seja mesmo culpada, seria interessante um mínimo de evidência ou, pelo menos, de coerência.

Ricardo de Menezes Barboza é professor colaborador da Coppead, mestre em Macroeconomia pela PUC-Rio e mestre em Economia pela UFRJ.