

# INCERTEZA, EXPECTATIVAS E CONVENÇÕES EM POLÍTICA ECONÔMICA: UMA ABORDAGEM PÓS-KEYNESIANA<sup>1</sup>

## **Wallace Marcelino Pereira**

Graduado em Economia pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG). Mestre em Economia pela Universidade Federal de Santa Catarina (UFSC). Doutor em Economia pelo Programa de Pós-Graduação em Economia do Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional (Cedeplar) da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), com período de estágio na University of Cambridge – UK. Professor na Faculdade de Economia da Universidade Federal do Pará (UFPA).


E-mail: [wmpereirabr@ufpa.br](mailto:wmpereirabr@ufpa.br)

 <https://orcid.org/0000-0003-1817-3332>

## **Douglas Alcântara Alencar**

Graduado em Economia pela Universidade Presbiteriana Mackenzie (UPM). Mestre em Economia pela Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho” (Unesp). Doutor em Economia pelo Programa de Pós-Graduação em Economia do Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional (Cedeplar) da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG), com período de estágio na University of Leeds – UK. Professor na Faculdade de Economia da Universidade Federal do Pará (UFPA).

E-mail: [dalencar@ufpa.br](mailto:dalencar@ufpa.br)

 <https://orcid.org/0000-0002-6077-998X>

---


1 Os autores agradecem às sugestões metodológicas propostas pelo Prof. Dr. Adonias Evaristo da Costa Filho.



### Stefan Wilson D'Amato

Graduado em Ciências Econômicas pela Universidade Federal de Ouro Preto (Ufop). Mestre em Economia pelo Departamento de Economia da Universidade Federal de Viçosa (UFV), com área de concentração em Desenvolvimento Econômico e Políticas Públicas, linha de pesquisa em Modelos Econômicos Aplicados. Atualmente, é doutorando em Economia do Programa de Pós-Graduação em Economia do Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional (Cedeplar) da Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG).

E-mail: swdamato@cedeplar.ufmg.br

 <https://orcid.org/0000-0003-4159-0396>

**Como citar este artigo:** Pereira, W. M., Alencar, D. A., & D'Amato, S. W. (2022). Incerteza, expectativas e convenções em política econômica: Uma abordagem pós-keynesiana. *Revista de Economia Mackenzie*, 19(2), 301–326. doi:10.5935/1808-2785/rem.v19n2p.301-326

**Recebido em:** 20/05/2022

**Aprovado em:** 16/08/2022

## Resumo

Em economias monetárias, a dinâmica da economia é determinada por firmas que tomam decisões baseadas no nível de produção e investimento, conforme expectativas. O artigo objetiva avaliar o impacto da incerteza na economia brasileira para o período de 2003 a 2015. Discute o impacto e a forma de condução da política econômica tendo como referência a teoria do comportamento convencional. Os resultados mostram que a incerteza persiste em média entre quatro e cinco meses, podendo chegar a sete meses. Além disso, a dimensão política pode ser fonte de estabilidade ou incerteza que, por meio das convenções, reduz ou prolonga os impulsos advindos das incertezas.

**Palavras-chave:** incerteza; expectativas; convenções; política econômica; economia brasileira.

Classificação JEL: E00, E60.

## INTRODUÇÃO

A teoria econômica convencional tem tratado a moeda como um mero elemento coadjuvante na dinâmica econômica (Gonzaga & Crocco, 2006; Amado, 2000). Todavia, como ressalta Keynes (1996 [1936]), a moeda afeta motivos e decisões dos agentes em um contexto de incerteza quanto ao futuro da economia. Dessa forma, em economias monetárias, a dinâmica da economia

é determinada por firmas que tomam, basicamente, dois tipos de decisão: 1. nível de produção e 2. nível de investimento. Isso significa que as decisões são realizadas com base em expectativas (Amado, 2000).

Dequech (2003) e Carvalho (2020) salientam que, em uma economia monetária de produção, a incerteza é um elemento crucial. Assim, os agentes procuram remediar a incerteza por meio da adoção de um comportamento convencional. Esta representa para o indivíduo uma tentativa potencialmente bem-sucedida de preservar sua posição em relação a outros participantes no mercado, uma vez que o indivíduo, na média, se comportará de maneira semelhante a esses outros participantes (Dequech, 2003).

Dequech (2011, 2013, 2022) define que a convenção é um sistema compartilhado de regras de comportamento que apresenta duas características essenciais. A primeira está relacionada com a conformidade da conformidade, e isso significa que, se alguns agentes estiverem seguindo a regra ou se houver a expectativa de que o façam, os outros agentes irão no mesmo caminho, ou seja, seguirão o comportamento compartilhado. Nesse sentido, a conformidade da conformidade significa a expectativa de que outros agentes seguirão a conformidade. A segunda característica da regra de comportamento do sistema compartilhado está relacionada com a arbitrariedade, o que significa que a prevalência da regra de pensamento ou de comportamento não é superior a outras alternativas possíveis.

Diante do cenário de comportamento convencional como forma de mitigação da incerteza, cabe ao Estado, por meio da política econômica, criar um ambiente adequado que minimize a incerteza. Dessa maneira, os agentes privados constroem expectativas positivas e adotam um comportamento mais otimista com relação às perspectivas de lucros futuros.

O artigo objetiva avaliar o impacto da incerteza na economia brasileira para o período de 2003 a 2015 e, a par da extensão do impacto, discutir a condução de política econômica do período à luz da teoria do comportamento convencional. Este estudo contribui para a literatura de economia brasileira ao avaliar o período recente da história econômica do Brasil à luz da abordagem pós-keynesiana.

Além desta introdução e das considerações finais, o artigo encontra-se dividido em quatro partes, a saber: a segunda parte trata dos aspectos teóricos relativos à incerteza e às convenções, a terceira aborda a política econômica em uma perspectiva pós-keynesiana, a quarta parte se refere à metodologia aplicada e a quinta se dedica à análise dos resultados.

# 1

## INCERTEZA E CONVENÇÕES

Para Carvalho (2020), Keynes em seus estudos se preocupa em introduzir a confiança ou crença na teoria de probabilidade. Assim, para conservar o racional da decisão, o raciocínio deverá ser lógico, e, pela lógica formal, a consequência deve estar contida nas premissas do argumento. Mas, se o conjunto das premissas não for completo, a lógica formal não poderá ser aplicada. No caso de premissas não completas, parte delas deve ser criada (por hipóteses), enquanto outras poderão ser obtidas por meio de dados reais. Assim, parte das premissas pode ser imaginária, pois o agente que formula as hipóteses nem sempre se baseia nos dados reais quando eles não existem.

Considerando a falta de completude das informações, é preciso algum grau de crença para tomar decisões. Como o agente não escolhe a partir de um conjunto de probabilidades, pois estas são desconhecidas no momento da decisão, é preciso, a partir da experiência do agente, elaborar uma lista por meio da criação de premissas que irão gerar cenários alternativos. Nesse sentido, incerteza tem como significado reconhecer a impossibilidade de tratar logicamente a complexidade na tomada de decisão, dado que existe a necessidade de preencher novas lacunas relacionadas à falta de conhecimento (Carvalho, 2020).

Segundo Dequech (1999), existem dois tipos de incerteza, a saber: 1. a incerteza no sentido forte, que está relacionada com a impossibilidade de estabelecer, de modo confiável, probabilidades numéricas com peso baixo,<sup>2</sup> já que este não implica necessariamente a ausência de probabilidades numéricas em si, mas implica incerteza quanto à confiabilidade do conhecimento como guia de conduta – mesmo quando o conhecimento é provável; e 2. incerteza no sentido fraco, que se refere à presença de probabilidades numéricas inferiores à unidade e com peso máximo.

Ainda conforme o autor, a questão da incerteza sempre envolve um conteúdo epistemológico, no sentido de que é associada com a falta de algum tipo de conhecimento, e ontológico, no sentido de estar relacionada com a realidade dos fatos (Dequech, 1999). Complementando o argumento, Mollo (2004) salienta que, em momentos de incerteza e de baixo grau de confiança

---

2 Peso representa a quantidade de evidência relevante (por oposição à probabilidade, que depende do saldo entre evidência favorável e desfavorável) ou o grau de completude da evidência (equivalente ao saldo entre conhecimento e ignorância relevante).

nas expectativas, a decisão de investir é comprometida porque as pessoas preferem a liquidez da moeda, retendo-a, o que inibe o investimento e, via efeito multiplicador, restringe ainda mais o crescimento da renda e do emprego.

Entretanto, sob incerteza, faz-se necessária a existência de instituições, como também dos contratos futuros e das convenções. O comportamento convencional, alvo deste estudo, representa para o indivíduo uma tentativa potencialmente bem-sucedida de preservar sua posição em relação a outros participantes no mercado, uma vez que o indivíduo, na média, se comportará de maneira semelhante a esses outros participantes (Dequech, 2003).

De modo mais preciso, para Keynes (1996 [1936]), a convenção é um método que visa mitigar a incerteza ao considerar que as informações que os demais agentes possuem é mais confiável ou, de outra forma, considerar que outros agentes estejam mais bem informados. Essa característica básica das convenções se sustenta em três pontos essenciais, conforme exposto por Keynes (1937, p. 214):

1. *Assumimos que o presente é um guia muito mais útil para o futuro do que um exame sincero da experiência passada mostraria até agora. Em outras palavras, ignoramos amplamente a perspectiva de mudanças futuras sobre o caráter real do qual nada sabemos.*
2. *Assumimos que o estado de opinião existente expresso em preços e o caráter da produção existente é baseado em um resumo correto das perspectivas futuras, de modo que podemos aceitá-lo como tal, a menos e até que algo novo e relevante aconteça.*
3. *Sabendo que nosso próprio julgamento individual é inútil, nos esforçamos para recorrer ao julgamento do resto do mundo, que talvez seja mais bem informado. Ou seja, nos esforçamos para nos conformarmos com o comportamento da maioria ou da média. A psicologia de uma sociedade de indivíduos, cada um dos quais está se esforçando para copiar os outros, leva ao que podemos chamar estritamente de um julgamento convencional.*

Assim posto, a essência da convenção reside em supor que a “situação existente dos negócios continuará por tempo indefinido, a não ser que tenhamos razões concretas para esperar uma mudança” (Keynes, 1996, pp. 162-163). Portanto, as convenções apresentam a característica de manter certo estado de expectativas, em determinadas condições, seja em períodos de crise – retardando o processo de recuperação econômica –, seja em momentos de *booms* –

sustentando períodos de euforia econômica muitas vezes insustentáveis em médio e longo prazos (Ferreira, 2014).

Adicionalmente, Dequech (2011) descreve que o conceito de convenção em Keynes é implícito e apresenta tanto aspectos gerais quanto específicos. Os aspectos gerais do conceito de convenção correspondem às características que são comuns a quaisquer tipos de convenção: 1. a convenção é uma regra de pensamento socialmente compartilhado, em vez de ser estritamente individual; 2. apresenta certo padrão com a conformidade (esperada), ou seja, a convenção só é seguida porque, ao menos em parte, outros a seguem (ou há a expectativa de que o façam); e 3. arbitrariedade, característica na qual a ideia de que uma alternativa inferior ao padrão prevalecente pode ser concebível.

Isso posto, Ferreira (2014) observa que o comportamento convencional pode manifestar-se em quatro contextos: 1. na bolsa de valores e na determinação do preço das ações; 2. no mercado de títulos de dívida e na determinação da taxa de juros; 3. na determinação das decisões de investimento no mercado de bens; e, por último, 4. na determinação das decisões de produção e emprego nos mercados de bens.

O primeiro contexto corresponde à formulação original no qual Keynes (1996 [1936]) aplicou o conceito de convenção. Trata-se de um espaço financeirizado e de alta liquidez, em que as expectativas de longo prazo dos agentes podem fragilizar o método convencional, mas que abrem espaço para a existência de duas estratégias distintas: o empreendedorismo e a especulação (Ferreira, 2014). Desse modo, Ferreira (2014, p. 12) argumenta que

[...] o agente empreendedor posiciona-se no mercado de acordo com o valor presente dos dividendos esperados das ações que irão compor seu portfólio de investimento, enquanto o agente especulador possui uma visão voltada para o curto prazo, buscando antecipar a psicologia do mercado, visando obter ganhos com a variação esperada do preço dos ativos.

Nesse contexto, observa-se o que Dequech (2011) define como convenção projetiva, que consiste em considerar a situação atual e, posteriormente, projetá-la no futuro como forma de formulação de expectativas.

No que tange ao segundo contexto, cabe ressaltar que para a teoria clássica os juros são tratados como a recompensa à poupança, ao passo que a taxa de juros na abordagem keynesiana é a recompensa da renúncia à liquidez por um

período determinado (Keynes, 1996 [1936]). Em outros termos, “o desejo de manter riqueza em forma líquida, ou seja, a *preferência pela liquidez* é uma potencialidade ou tendência funcional que determina a quantidade de moeda que o público irá reter em face de uma dada taxa de juros” (Ferreira, 2014, p. 23, grifo no original). Nesse sentido, quanto maior for a preferência pela liquidez, maior tenderá a ser a taxa de juros para que os agentes sejam estimulados a manter sua riqueza na forma menos líquida, podendo ser, nesse caso, um título de dívida (Ferreira, 2014).

Nesse contexto, Keynes (1996, p. 204) argumenta que a taxa de juros de longo prazo também apresenta um caráter convencional:

[...] talvez fosse mais exato dizer que a taxa de juros seja um fenômeno altamente convencional do que basicamente psicológico, pois o seu valor observado depende sobremaneira do valor futuro que se lhe prevê. Qualquer taxa de juros aceita com suficiente convicção como provavelmente duradoura será duradoura; sujeita, naturalmente, em uma sociedade em mudança às flutuações originadas por diversos motivos, em torno do nível normal esperado.

Assim, a taxa de juros pode flutuar em torno de determinado nível por longo período, a depender da opinião dos agentes diretamente relacionados e de seus estados de expectativas.<sup>3</sup>

Quanto ao terceiro contexto,<sup>4</sup> Ferreira (2014) aponta que é importante considerar o conceito de eficiência marginal do capital. Keynes (1996, p. 149) define a eficiência marginal do capital “como sendo a taxa de desconto que tornaria o valor presente do fluxo de anuidades das rendas esperadas desse capital, durante toda a sua existência, exatamente igual ao seu preço de oferta”. Em outros termos, a eficiência marginal do capital é definida como a expectativa da renda e do preço de oferta corrente do bem de capital. Portanto, depende da taxa de retorno que se espera obter do dinheiro investido num bem recentemente produzido, e não do resultado histórico obtido por um

3 A opinião pública é suscetível a acostumar-se com bastante rapidez quando ocorre uma baixa moderada da taxa de juros, e, conseqüentemente, podem ser modificadas as expectativas convencionais quanto ao futuro, preparando, assim, o caminho para um novo movimento – até certo ponto (Keynes, 1996, p. 204).

4 É importante ressaltar que autores como Darity e Horn (1993) e Carvalho (1994) argumentam que Keynes restringiu excessivamente sua análise de convenções aos mercados financeiros. Por sua vez, autores como Dequech (2022) e Ferreira (2014) argumentam que Keynes (1937) também observou o conceito de convenções nos mercados de bens.

investimento em relação a seu custo original (Keynes, 1996 [1936]). Portanto, se a eficiência marginal do capital

[...] for superior à taxa de juros, o retorno esperado do investimento será maior do que o retorno de um empréstimo, ou aplicação num título de soma equivalente à taxa de juros corrente, de forma que, a opção será orientada para o investimento na produção do bem de capital (Ferreira, 2014, p. 29).

Entretanto, o ponto mais importante é que a eficiência marginal do capital advém do fato de que ela depende também da renda esperada do capital, e não apenas da sua renda corrente. Trata-se de considerar o efeito sobre a eficiência marginal do capital que tem a expectativa de modificações no custo prospectivo de produção; em outras palavras, a produção obtida com o equipamento fabricado hoje terá de competir, enquanto durar, com a do equipamento fabricado mais tarde, seja a um custo menor em trabalho, seja com uma técnica melhor que possibilite vender sua produção a preços menores e que também a aumente em quantidade até que seu preço tenha reduzido ao mínimo satisfatório (Keynes, 1996 [1936]).

Dessa forma, por meio da escala de eficiência marginal do capital e de sua relação quanto à expectativa de futuro, a decisão de investimento presente é afetada, uma vez que “é a existência de um equipamento durável que liga a economia futura à economia presente” (Keynes, 1996, p. 157). Mais que isso, como as expectativas são um forte componente da eficiência marginal do capital e, portanto, do volume de investimento, as expectativas de longo prazo tornam-se suscetíveis às oscilações das expectativas por causa da existência de acontecimentos imprevistos (Ferreira, 2014). Logo, assim como no caso dos mercados financeiros, abre-se espaço para a formação de comportamento convencional no que tange ao investimento no mercado de bens.

Ferreira (2014) e Dequech (2022) argumentam que, na análise feita nos capítulos 11 e 12, Keynes (1996 [1937]) se dedica a estabelecer uma relação na qual os investimentos em mercados de bens são influenciados pelo que acontece nos mercados financeiros e, desse modo, são também influenciados pelas convenções existentes nesses últimos. O argumento desenvolvido por Ferreira (2014) expõe que, segundo Keynes, como a bolsa de valores permite reavaliações diárias sobre as aplicações, passa a existir influência no volume de investimento corrente, de modo que certas categorias de investimento sejam reguladas pela expectativa média dos que negociam na bolsa, que por sua vez são expressas nos preços das ações. Fato é que



[...] não há nenhum sentido em se criar uma empresa nova a um custo maior quando se pode adquirir uma empresa similar existente por um preço menor, ao passo que há uma indução para se aplicarem recursos em um novo projeto que possa parecer exigir uma soma exorbitante, desde que esse empreendimento possa ser liquidado na bolsa de valores com um lucro imediato (Keynes, 1996, p. 162).

Logo, as convenções existentes no mercado financeiro, quanto à aquisição ou criação de nova empresa, que, em última instância, refletem a convenção da eficiência marginal do capital, influenciam o montante de investimento na economia.

Por fim, com relação ao contexto, Ferreira (2014) aponta a importância de a análise considerar o problema de demanda efetiva, uma vez que ela é construída com base em um modelo de comportamento das firmas. Em Keynes (1996 [1936]), as expectativas dos empresários podem ser divididas em expectativas de curto prazo e expectativas de longo prazo. As expectativas de curto prazo correspondem aos rendimentos esperados na venda da produção das instalações já existentes. Por sua vez, as expectativas de longo prazo correspondem aos rendimentos que os empresários esperam obter a partir da ampliação ou redução no tamanho das instalações produtivas.

Dequech (2022) argumenta que o conceito de convenção na teoria de Keynes está presente no mercado de bens. De acordo com esse autor, os investidores do mercado de bens, assim como os do mercado financeiro, seguem um certo conjunto de regras sobre investimentos. Os investidores do mercado de bens seguem a conformidade com a conformidade, ou seja, a conformidade de um investidor no mercado de bens está em conformidade com outros investidores no mesmo mercado. Nesse sentido, a formação das expectativas sobre as variáveis que determinam a lucratividade do investimento é seguida por outros investidores desse mercado.

Segundo Dequech (2022), existem três técnicas relacionadas com o conceito de convenção que podem ser aplicadas também na decisão de investimento no mercado de bens. A primeira técnica tem como premissa que, na tomada de decisão, os agentes assumem que a situação presente é um bom guia para o futuro. A segunda técnica diz que os agentes assumem o atual estado de opiniões expressos nos preços e na produção existente, a não ser que tenhamos novos fatos relevantes para mudar de opinião. Por fim, a terceira técnica diz que é melhor seguir o julgamento do restante dos participantes do

mercado do que ir contra a maioria, dado que o restante dos participantes possa estar mais bem informado.

Portanto, como a teoria de Keynes de formação de expectativas de curto prazo está baseada na mesma hipótese de projeção da situação atual dos negócios no futuro, constata-se que o economista britânico supõe que as expectativas de curto prazo se baseiam numa projeção dos resultados do passado mais recente, exceto quando houver motivos para esperar que os resultados não se repitam (Ferreira, 2014). Em outros termos, as expectativas de curto prazo dependem dos custos de produção e das receitas a serem auferidas (uma decisão *ex ante*) no mercado. Assim, se considerarmos a condição de incerteza na economia e as expectativas de curto prazo, é factível a constituição do comportamento convencional por parte dos empresários, muito embora, como apontou Dequech (2003 como citado em Ferreira, 2014), tal evidência não foi conclusiva sobre a obra de Keynes.

A questão essencial é que a incerteza permeia as decisões de produção tanto no curto prazo, afetando os produtores de bens de capital, como nas expectativas de longo prazo dos investidores. Dessa forma, o comportamento convencional pode impactar a decisão de ampliação da produção, retardá-la e/ou espalhar-se para os outros setores da economia (Ferreira, 2014).

## 2

## POLÍTICA ECONÔMICA NA PERSPECTIVA PÓS-KEYNESIANA

Diante da existência de incerteza em uma economia monetária de produção e da tendência à formação de convenções, por parte dos agentes, o que comprova a instabilidade do mercado, faz necessário criar condições para que a incerteza seja minimizada. De acordo com a linha de pesquisa pós-keynesiana, a alternativa mais eficaz reside na ação do Estado, uma vez que ele pode emitir os sinais que os mercados não são capazes de emitir de modo adequado, apontando, dessa forma, a direção do desenvolvimento que a sociedade deseja (Carvalho, 1994; Terra et al., 2014).

Claramente, Keynes (1996, p. 345) afirma que

[...] o Estado deverá exercer uma influência orientadora sobre a propensão a consumir, em parte através de seu sistema de tributação, em parte por meio da fixação da taxa de juros e, em parte, talvez, recorrendo a outras medidas. [...] Eu entendo, portanto, que uma socialização algo ampla dos investimentos será o único meio de assegurar uma situação aproximada de pleno emprego, embora isso não implique a necessidade de excluir ajustes e fórmulas de toda a espécie que permitam ao Estado cooperar com a iniciativa privada.

Em outras palavras, o Estado deve exercer preponderantemente uma função de *mobilização* visando impulsionar a vazão dos estoques outrora não realizados e garantindo a realização das expectativas dos empresários, e, por extensão, aumentando o nível de emprego (Carvalho, 2008).

Assim posto, para Carvalho (1994, p. 208), existem basicamente três formas de intervenção do Estado que poderiam ser consideradas, a saber:

1. *dar sinais mais claros aos agentes privados para estimulá-los a agir, aumentando sua segurança e confiança no futuro, fornecendo o tipo de informação que um mercado privado não pode gerar;*
2. *criar redes de segurança para conter danos quando ocorrerem falhas de mercado, e;*
3. *transformar o ambiente para aumentar a transparência das restrições estruturais que atuam sobre a economia e as relações entre os agentes.*

Complementando, essas proposições sugerem que a atuação estatal reside basicamente em conduzir políticas econômicas que minimizem a incerteza, bem como construir e oferecer um arcabouço institucional favorável ao desenvolvimento das atividades privadas (Ferrari-Filho & Conceição, 2005). Cabe ao Estado focar a dimensão da gestão, do aumento da eficiência das estruturas existentes e das reformas com o objetivo de garantir procedimentos mais socialmente racionais que possam resolver os males da operação desregulada do capitalismo (Carvalho, 1994).

Em última instância, o Estado funciona como um norte econômico (Terra et. al., 2014), de modo a buscar a 1. eficiência econômica, 2. a justiça social e 3. a liberdade individual (Keynes, 1972):

[O] primeiro precisa de crítica, precaução e conhecimento técnico; o segundo, um espírito não egoísta e entusiasta que ame o homem ordinário; o terceiro, tolerância, amplitude [de conhecimento], apreciação da variedade e da independência, que prefere, sobretudo, oferecer oportunidade progressista ao excepcional e ao aspirante (Keynes, 1972, p. 311)

Assim, a implementação de políticas de pleno emprego deve combinar três tipos de instrumento: 1. política fiscal, objetivando a estabilidade do emprego de longo prazo; 2. política de renda, visando à estabilidade dos preços; e 3. política monetária, em que se adotariam regras de acomodação de demanda por moeda e prevenção nas alterações do estado da preferência pela liquidez, buscando evitar impactos sobre os preços de ativos não líquidos (Carvalho, 1994).

Segundo Terra et al. (2014) e no que tange à política monetária, a recomendação é realizar, por meio da administração da taxa de juros de referência, o alinhamento dos preços relativos dos ativos passíveis de investimento no sistema econômico. Quando há ativos mais atrativos, corre-se o risco de desvio de recursos para o circuito financeiro. Entretanto, a política monetária tem certas limitações em estimular os investimentos produtivos, uma vez que inicialmente afeta as condições de liquidez do mercado monetário e, somente em um segundo momento, afeta as decisões dos agentes em ampliar o volume de capital da sociedade (Terra et al., 2014).

Assim, caso o Estado deseje afetar mais incisivamente o sistema econômico, a forma mais adequada é a política fiscal<sup>5</sup> – administração de gastos públicos (Terra et al., 2014). Isso se deve ao fato de que a política fiscal tem o poder de estimular a demanda agregada ao gerar um efeito multiplicador e melhorar a expectativa dos agentes (Paula, 2008). Para viabilizar esse processo, Terra et al. (2014) expõem que Keynes (1996 [1936]) propôs que seria necessária uma política econômica de tributação, como também o estabelecimento de um orçamento corrente e de um orçamento de capital, de modo que o primeiro deveria estar sempre equilibrado a todo momento, ao passo que o segundo poderia estar temporariamente desequilibrado, com vistas à realização de iniciativas anticíclicas. A recomendação de Keynes, nesse caso, é o privilégio ao investimento público em razão do efeito multiplicador maior e de uma posição complementar ao investimento privado, fornecendo os estímulos necessários ao investimento em capital fixo (Paula, 2008).

5 As limitações das políticas fiscais podem ser encontradas em Arestis e Sawyer (1998).

No que tange à política de renda, há a necessidade de compatibilização entre crescimento econômico e estabilidade dos preços, de modo a manter as taxas de salários monetários e as margens brutas dos empresários constantes para que, com o progresso tecnológico e a elevação da produtividade, os preços possam declinar (Davidson, 1994 como citado em Paula, 2008).

### 3

## DADOS E METODOLOGIA APLICADA

Para avaliar o comportamento da incerteza na economia, foram construídos dois indicadores (índice de incerteza e desvio padrão das expectativas), e, além disso, utilizou-se a série de volatilidade do mercado acionário como *proxy* para obter a incerteza nesse mercado. O índice de incerteza foi obtido por meio da frequência com que a palavra “incerteza” apareceu nas seções de economia dos jornais *O Estado de S. Paulo*, *Zero Hora*, *Estado de Minas* e *Correio Braziliense* entre 2003 e 2015. O referido índice foi construído conforme proposta de Alexopoulos e Cohen (2009) e Costa Filho (2014), cuja origem reside em cálculo semelhante para a economia americana baseado na frequência da palavra incerteza e da expressão atividade econômica no jornal *The New York Times*. A base de dados utilizada e que compreende o depósito das notícias pertence à Empresa Brasileira de Comunicação (ECB), cujo acesso é *on-line*.<sup>6</sup>

Por sua vez, o desvio padrão das expectativas foi calculado a partir de metodologia semelhante à utilizada em Minella et al. (2003) e Costa Filho (2014), e pode ser expressa por:

$$dp_{i+1,j} = \frac{(12 - \text{mês}_j)}{12} * (dp_i) + \frac{\text{mês}_j}{12} * , \quad (1)$$

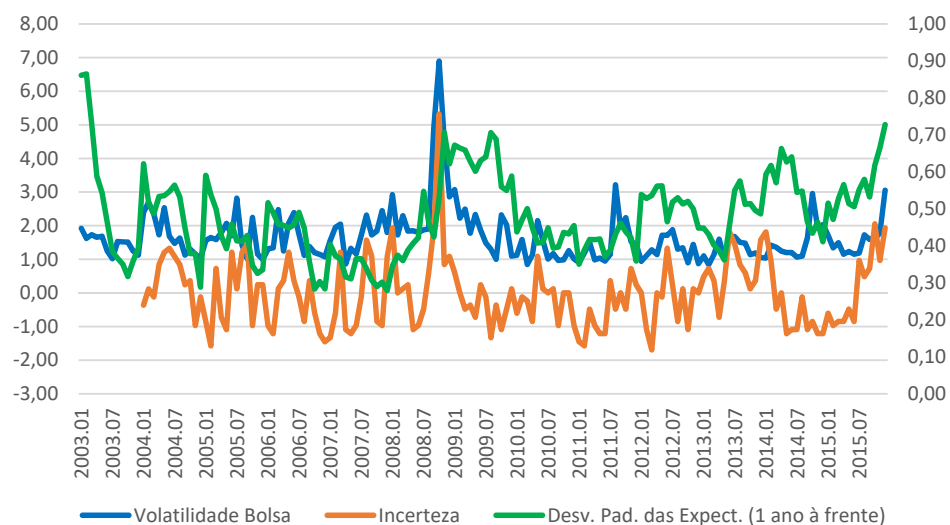
em que  $i + 1$  corresponde ao ano de prazo fixo para a série de expectativa, sendo  $i = 0, 1, 2$  e  $j = 1, 2, \dots, 12$  referente ao mês específico. Dessa forma, à medida que o fim do ano se aproxima, o peso do aumento das expectativas passa a ser crescente.

6 Os autores agradecem à EBC a presteza em disponibilizar o login e a senha de acesso ao sistema.

Assim posto, torna-se importante apresentar a evolução dos três indicadores de incerteza entre 2003 e 2015, conforme pode ser observado na Figura 1. Basicamente, pode-se constatar a existência de três períodos de forte incerteza na economia: 1. o período de transição do governo Fernando Henrique Cardoso para o de Luiz Inácio Lula da Silva, capturado pelo indicador do desvio padrão das expectativas para um ano à frente; 2. a crise internacional de 2008/2009, e 3. a instabilidade econômica e política a partir do segundo semestre de 2014.

**Figura 1**

*Medidas de incerteza – de 2003 a 2015 (séries mensais)*



Fonte: Elaborada pelos autores.

Para os demais períodos, o comportamento da incerteza na economia, expresso pelos três indicadores, foi praticamente estacionário e, de certa forma, dentro da previsibilidade e tolerância do sistema econômico. Portanto, os indicadores construídos apresentaram comportamento adequado e refletiram o ocorrido no período em estudo, de modo que, a partir disso, cabe investigar o tempo médio de persistência de um choque de incerteza em cada um dos indicadores econômicos.

As séries utilizadas nas estimações compreendem o período de janeiro de 2003 a dezembro de 2015, contendo 144 observações. As séries utilizadas neste estudo encontram-se na Tabela 1.

**Tabela 1**

**Séries utilizadas nas estimações**

Índice de atividade econômica – IBC-BR	Série já dessazonalizada	Fonte: Banco Central.
Índice de Confiança do Consumidor		Fonte: Ipeadata/Fecomércio-SP.
Vendas ao varejo	Série já dessazonalizada	Fonte: Ipeadata/IBGE.
Volatilidade do índice Ibovespa		Fonte: Ipeadata.
Taxa de Desemprego das Regiões Metropolitanas	Série dessazonalizada pelo método X-12 Arima	Fonte: IBGE.
Produção industrial	Série já dessazonalizada	Fonte: Ipeadata/IBGE.

Fonte: Elaborada pelos autores.

Os procedimentos utilizados para tratamento dos dados seguiram aqueles realizados por Bloom (2009) e Costa Filho (2014), visto que, para a taxa de desemprego, a série utilizada foi a diferença entre a série dessazonalizada e o seu filtro HP. Para as demais séries, aplicou-se o filtro HP ao logaritmo da série original, e, após esse procedimento, subtraiu-se a série filtrada do log da série original com  $\lambda$  igual a 129.600, em razão de esse procedimento ser recomendado para séries mensais (Costa Filho, 2014). Em outros termos, utilizou-se a diferença entre o logaritmo da série original e o filtro HP aplicado ao logaritmo da série. É importante ressaltar que as séries foram multiplicadas por 100, para serem expressas em percentual. Fizeram-se duas estimações visando avaliar a dimensão conjuntural e o impacto das incertezas na economia durante a gestão de dois presidentes da República.

## 4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Como apontado anteriormente, a incerteza é um elemento sempre presente em uma economia monetária de produção e afeta as decisões de investi-

mento dos agentes, de modo que as fontes de incerteza, o grau e a extensão dela são essenciais para entender a dinâmica econômica e os entraves ao pleno emprego. Como os indicadores supracitados representam fontes de incerteza diferentes na economia, calculou-se o coeficiente de correlação entre esses três indicadores e para as variáveis de atividade econômica, conforme pode ser observado na Tabela 2.

**Tabela 2**

*As medidas de incerteza e o coeficiente de correlação entre as variáveis analisadas*

Medidas de incerteza	IBC-BR	Produção industrial	Desemprego	Vendas ao varejo	Confiança do consumidor
Desvio padrão (um ano à frente)	-0,38	-0,46	0,08	-0,10	-0,23
Volatilidade	-0,15	-0,15	0,05	-0,10	-0,17
Índice de incerteza	-0,03	-0,03	0,16	-0,06	-0,11

	Desvio padrão (um ano à frente)	Volatilidade	Índice de incerteza
Desvio padrão (um ano à frente)	1	0,25	0,14
Volatilidade	0,25	1	0,4
Índice de incerteza	0,14	0,4	1

Fonte: Elaborada pelos autores.

Quanto às variáveis de atividade econômica, as relações ocorreram conforme o esperado, de modo que o desvio padrão das expectativas de crescimento para um ano à frente foi o que apresentou coeficiente de correlação mais próximo de um, mais especificamente para as variáveis produção industrial e IBC-BR. O teste para o índice de incerteza mostrou maior correlação para a volatilidade do mercado acionário, apontando, em certa medida, uma relação estreita entre o “humor” dos mercados e as informações de mídia veiculadas na sociedade, muito embora não seja possível medir aqui o sentido de causalidade da influência. De todo modo, o coeficiente de correlação entre os três indicadores de incerteza apresentou relação positiva conforme o esperado.



## ■ 4.1 Análise dos indicadores de incerteza

### 4.1.1 Índice de incerteza

Assim como para os demais indicadores, estimaram-se o modelo Vetor Autoregressivo (VAR) e a decomposição da variância. Para o caso do índice de incerteza, a decomposição da variância, apresentada na Tabela 3, sugeriu que as variáveis mais explicadas pelo índice de incerteza foram: o IBC-BR, a confiança do consumidor e a produção industrial. Destaca-se que, para um horizonte de 12 meses, cerca de 60% em média da variação é explicada pela variável produção industrial. No entanto, as variáveis vendas ao varejo e desemprego apresentaram tempo de resposta mais lento.

**Tabela 3**

*Decomposição da variância do VAR estimado para o índice de incerteza*

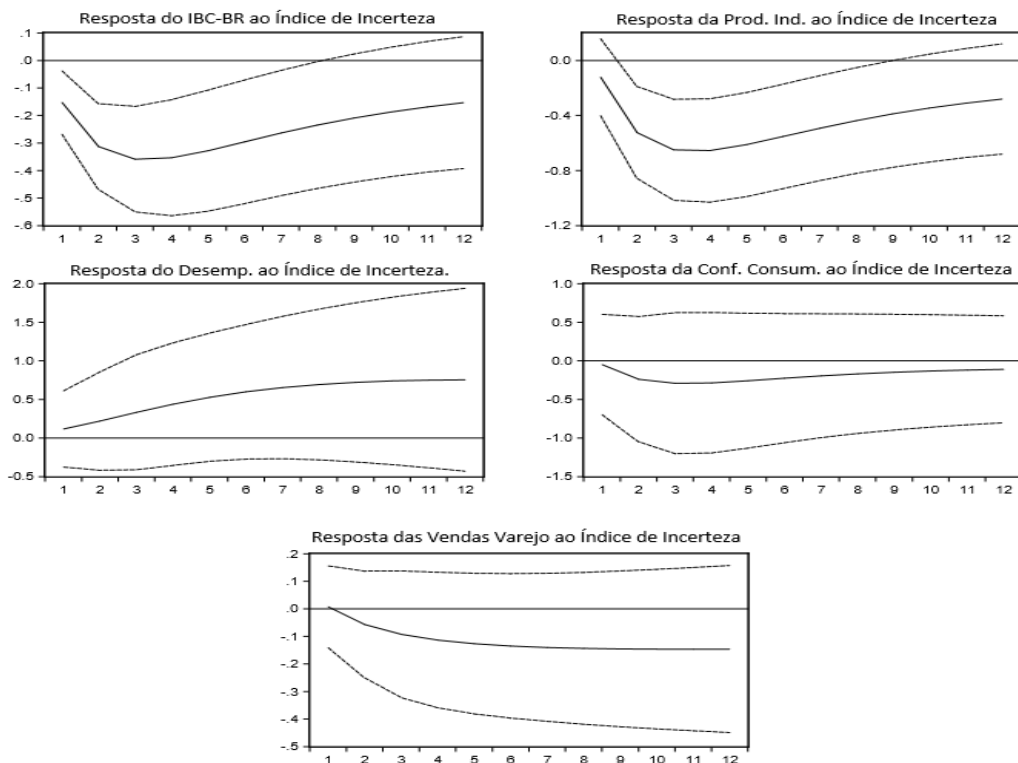
Períodos	IBC-BR	Produção industrial	Desemprego	Confiança do consumidor	Vendas ao varejo
1	0%	0%	0%	0%	0%
2	0%	0%	0%	4%	0%
3	3%	14%	0%	8%	1%
4	6%	23%	3%	11%	2%
5	8%	32%	4%	13%	3%
6	10%	40%	5%	15%	4%
7	11%	46%	6%	16%	5%
8	12%	51%	7%	17%	6%
9	13%	55%	7%	17%	7%
10	13%	58%	8%	18%	8%
11	14%	60%	8%	18%	9%
12	14%	62%	8%	18%	10%

Fonte: Elaborada pelos autores.

Em contrapartida, a função de resposta ao impulso do modelo VAR constatou que houve um efeito negativo para todas as medidas de atividade econômica. O IBC-BR e as vendas ao varejo foram as medidas que apresentaram maior efeito, cujo recuo ultrapassou 1% abaixo da tendência. As funções de impulso resposta sugeriram que os efeitos de um choque de incerteza persistem em média de três a quatro meses, e, no caso das vendas ao varejo, a extensão do efeito do choque tende a durar em média seis meses.

**Figura 2**

**Função de resposta ao impulso na variável incerteza do VAR estimado – índice de incerteza**



Fonte: Elaborada pelos autores.

#### 4.1.2 Volatilidade do mercado acionário

Para a volatilidade do mercado acionário, a decomposição da variância, apresentada na Tabela 4, sugeriu que as variáveis mais explicadas pela referida medida de incerteza foram o IBC-BR e a produção industrial. Para um horizonte temporal de 12 meses, a variação foi entre 30% e 73%. O desemprego e as vendas ao varejo apresentaram tempo de resposta mais lento e, tendencialmente, estável durante todo o período em análise.

**Tabela 4**

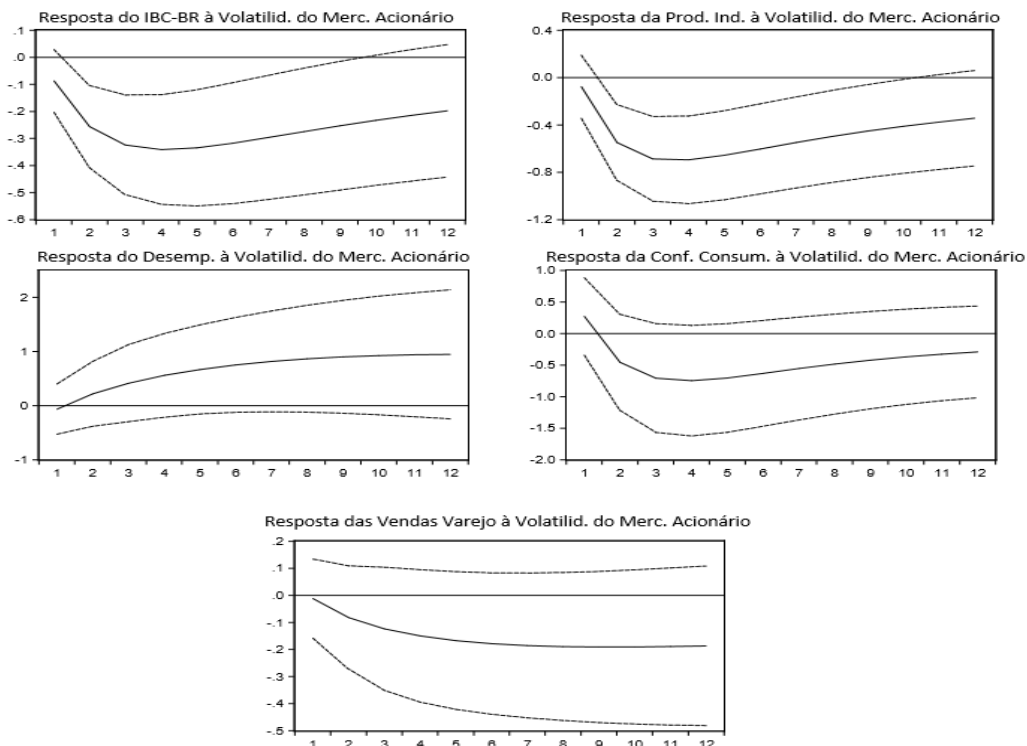
*Decomposição da variância do VAR estimado para a volatilidade do mercado acionário*

Períodos	IBC-BR	Produção industrial	Desemprego	Confiança do consumidor	Vendas ao varejo
1	0%	0%	0%	0%	0%
2	11%	14%	0%	0%	0%
3	26%	25%	0%	1%	3%
4	40%	30%	1%	11%	5%
5	51%	31%	2%	15%	6%
6	58%	31%	2%	18%	7%
7	64%	31%	3%	20%	7%
8	67%	31%	3%	22%	8%
9	70%	31%	4%	23%	8%
10	72%	31%	4%	24%	9%
11	73%	31%	4%	25%	9%
12	73%	31%	4%	25%	9%

Fonte: Elaborada pelos autores.

### Figura 3

#### Função de resposta ao impulso na variável incerteza do VAR estimado – volatilidade do mercado acionário



Fonte: Elaborada pelos autores.

No que concerne à função de resposta ao impulso no modelo VAR, observa-se um efeito negativo para todas as medidas de atividade econômica. O IBC-BR e as vendas ao varejo foram as medidas que apresentaram maior efeito, cujo recuo ultrapassou 1% abaixo da tendência. Como anteriormente, as funções de impulso resposta sugeriram que os efeitos de um choque de incerteza persistem em média entre quatro e cinco meses, destacando-se as vendas ao varejo, cujo efeito prolonga-se, em média, por aproximadamente seis meses.

### 4.1.3 Desvio padrão das expectativas de crescimento econômico (um ano à frente)

No caso do desvio padrão das expectativas de crescimento, a decomposição da variância, apresentada na Tabela 5, sugere que as variáveis mais explicadas por essa medida de incerteza foram a produção industrial e o IBC-BR. Para um horizonte de 12 meses, 49% da variação é explicada pela produção industrial. O desemprego, a confiança do consumidor e as vendas ao varejo apresentaram tempo de resposta um pouco lento e estável durante todo o período em análise.

**Tabela 5**

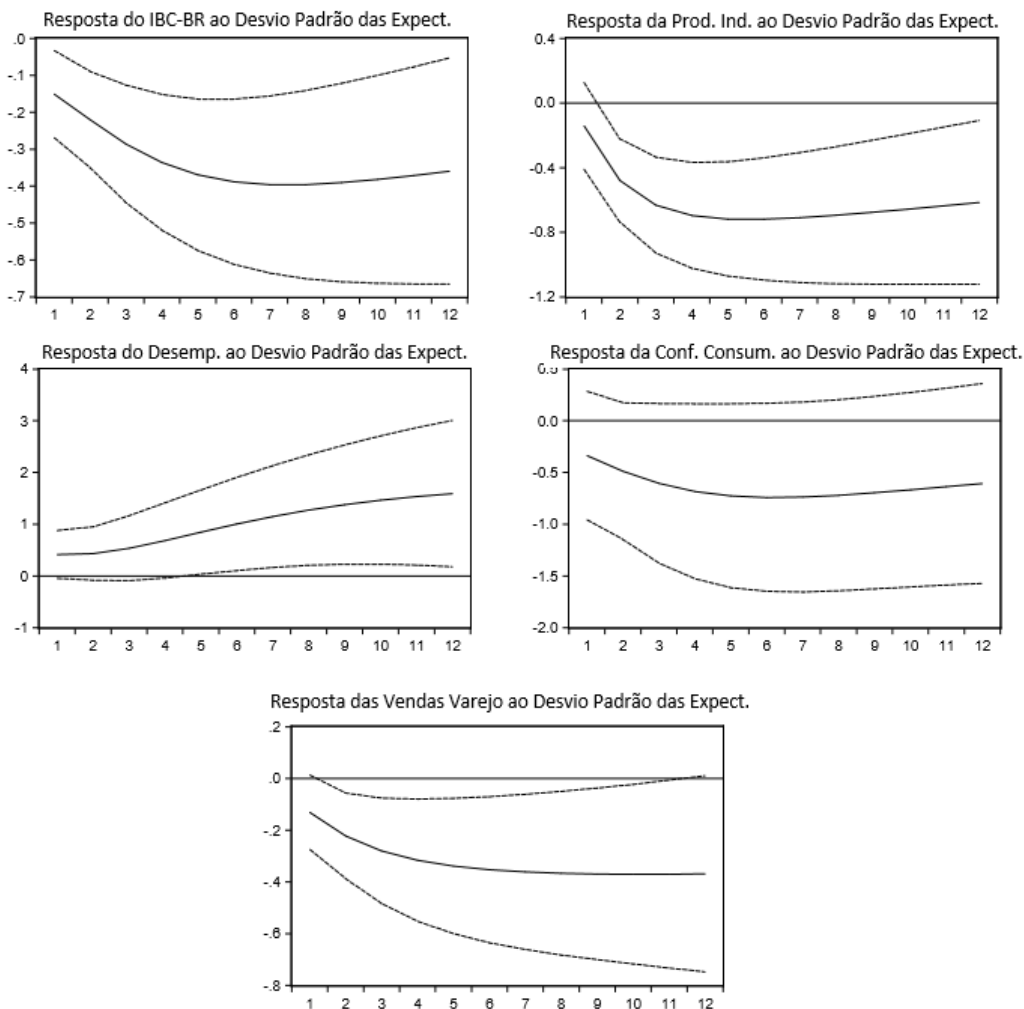
*Decomposição da variância do VAR estimado para desvio padrão das expectativas de crescimento econômico (um ano à frente)*

Períodos	IBC-BR	Produção industrial	Desemprego	Confiança do consumidor	Vendas ao varejo
1	0%	0%	0%	0%	0%
2	2%	0%	0%	0%	0%
3	3%	1%	0%	1%	0%
4	6%	12%	0%	1%	0%
5	7%	18%	1%	1%	0%
6	8%	24%	1%	1%	1%
7	10%	30%	1%	2%	1%
8	10%	35%	2%	3%	2%
9	10%	39%	2%	4%	2%
10	10%	43%	3%	5%	3%
11	11%	46%	3%	6%	3%
12	12%	49%	4%	7%	4%

Fonte: Elaborada pelos autores.

### Figura 4

*Função de resposta ao impulso na variável incerteza do VAR estimado – desvio padrão das expectativa de crescimento econômico (um ano à frente)*



Fonte: Elaborada pelos autores.

Por fim, como anteriormente, a função de resposta ao impulso do modelo VAR apresentou efeito negativo para todas as medidas de atividade econômica. O IBC-BR, a produção industrial e o desemprego foram as medidas que

apresentaram maior impacto diante de um choque de incerteza. As funções de impulso resposta sugeriram que os efeitos de um choque de incerteza persistiram, em média, entre quatro e cinco meses para a produção industrial e confiança do consumidor, e, em média, sete meses para o IBC-BR e as vendas ao varejo.

Portanto, após a avaliação dos três indicadores, observou-se que o IBC-BR e a produção industrial foram os mais afetados pelos choques e que, em média, os efeitos da incerteza duram de quatro a cinco meses, e o desemprego apresenta duração mais prolongada que os cinco meses. Entretanto, cabe ressaltar que essa constatação corresponde ao tempo médio do impacto da incerteza; em outras palavras, apenas uma aproximação, haja vista que da perspectiva da abordagem pós-keynesiana, o tempo não é ergódico e o futuro é incerto, de modo que choques de incerteza tendem a ser recorrentes (recursivos e/ou ininterruptos ao longo do tempo).

Em outros termos, não é possível precisar com exatidão probabilística o tempo de duração de uma instabilidade econômica em função da própria incerteza e do papel das convenções na economia.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente artigo mostrou, por meio de três indicadores de incerteza (índice de incerteza, desvio padrão das expectativas para um ano à frente e volatilidade do mercado acionário), que os efeitos de um choque de incerteza persistem em média entre quatro e cinco meses, e, no caso das vendas ao varejo, a extensão do efeito do choque tende a durar, em média, seis meses.

Além disso, o IBC-BR e as vendas ao varejo foram as variáveis econômicas cujo impacto foi mais profundo, seguidas pela taxa de desemprego. Dessa forma, a incerteza durante o período em análise foi capaz de afetar o desempenho econômico em aproximadamente um semestre, embora a existência de choques recursivos de incerteza tenda a estender os efeitos negativos para além de um ano.

Quando dividimos o segundo período analisado – gestões de Luiz Inácio Lula da Silva (de 2003 a 2010) e Dilma Rousseff (de 2011 a 2015) –, evidencia-se que, durante o período Lula, a principal fonte da incerteza foi externa, e o comportamento convencional dos agentes foi marcado pela confiança nas ações do governo, que procurou garantir a demanda agregada e amortecer os impactos advindos da crise.

Durante o período Dilma, a principal fonte de incerteza tem sua origem em fatores internos, advindos da forma como os agentes viram o cenário político e a condução da política econômica da presidente da República. Convencionou-se, durante o governo Dilma, que o ritmo de crescimento da economia não seria sustentado e que a presidente não conseguia conduzir uma política econômica clara e confiável aos olhos dos agentes, haja vista a deterioração fiscal e a crise institucional.

Portanto, dependendo da forma como as políticas econômicas são conduzidas e do nível de confiança em relação ao presidente, torna-se possível mitigar a incerteza, seja ela de origem externa ou interna; caso contrário, o Estado pode ser o responsável pela incerteza. O comportamento convencional será responsável por prolongar, ou não, os impulsos advindos das incertezas, estendendo, dessa forma, crises econômicas e inviabilizando medidas de estímulo à economia.

## UNCERTAINTY, EXPECTATIONS AND CONVENTIONS IN ECONOMIC POLICY: A POST-KEYNESIAN APPROACH

### Abstract

In monetary economies the dynamics of the economy are determined by firms that make decisions based on the level of production and investment, according to expectations. The paper aims to evaluate the impact of uncertainty on the Brazilian economy for the period from 2003 to 2015. It discusses the impact and the way of conducting economic policy with reference to conventional behavior theory. The results show that the uncertainty persists on average between 4 and 5 months, and can reach 7 months. Moreover, the political dimension can be a source of stability or uncertainty, which through conventions reduces or prolongs the impulses arising from uncertainties.

**Keywords:** uncertainty; expectations; conventions; economic policy; Brazilian economy.



## Referências

- Alexopoulos, M., & Cohen, J. (2009). Uncertain times, uncertain measures. [Working Paper N° 352]. *University of Toronto*.
- Amado, A. M. (2000). Limites monetários ao crescimento: Keynes e a não-neutralidade da moeda. *Ensaio FEE*, 21(1), 44–81.
- Arestis, P., & Sawyer, M. (1998). Keynesian economic policies for the new millennium. *The Economic Journal*, 108(446), 181–195.
- Bloom, N. (2009). The impact of uncertainty shocks. *Econometrica*, 77(623), 623–685.
- Cagnin, R. F., Prates, D. M., Freitas, M. C., & Novais, L. F. (2013). A gestão macroeconômica do governo Dilma (2011 e 2012). *Novos Estudos Cebrap*, (97), 169–185.
- Carvalho, F. (1994). *Mr. Keynes and the Post Keynesians*. Edward Elgar.
- Carvalho, F. J. C. (2008). Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana. *Análise Econômica*, 26(50), 7–26.
- Carvalho, F. J. C. (2020). *Keynes e os Pós-Keynesianos: Princípios de macroeconomia para uma economia monetária de produção*. Rio de Janeiro: Alta Books.
- Costa Filho, A. E. da (2014). Incerteza e atividade econômica no Brasil. *Economia Aplicada*, 18(3), 421–453. <http://dx.doi.org/10.1590/1413-8050/ea607>
- Darity, W., & Horn, B. (1993). Rational expectations, rational belief, and Keynes's General Theory. *Research in the history of economic thought and methodology*, (11), 17–47.
- Dequech, D. (1999). Incerteza num sentido forte: Significado e fontes. In Lima, G. T., Sicsú, J., & Paula, L. F. D. *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea* (pp. 258–283). Campus.
- Dequech, D. (2000). Fundamental uncertainty and ambiguity. *Eastern Economic Journal*, 26(1), 41–60.
- Dequech, D. (2003). Conventional and unconventional behavior under uncertainty. *Journal of Post Keynesian Economics*, 26(1), 145–168.
- Dequech, D. (2011). Financial conventions in Keynes's theory: The stock exchange. *Journal of Post Keynesian Economics*, 33(3469), 469–489.
- Dequech, D. (2013). Economic institutions: Explanations for conformity and room for deviation. *Journal of Institutional Economics*, 9(1), 81–108. <https://doi.org/10.1017/S1744137412000197>
- Dequech, D. (2022). Conventions in Keynes's theory of goods markets: Investment and production decisions. *Journal of Post Keynesian Economics*, 45, 145–167.
- Ferrari-Filho, F., & Conceição, O. A. C. (2005). The concept of uncertainty in post Keynesian theory and in institutional economics. *Journal of Economic Issues*, 39(3), 579–594.

Ferreira, B. P. (2014). *Convenções na teoria keynesiana dos mercados financeiros e de bens*. [Trabalho de conclusão de curso não publicado]. Universidade Estadual de Campinas.

Gonzaga, F., & Crocco, M. A. (2006). *Moeda e Território: Uma interpretação da dinâmica regional brasileira*. Autêntica. 344 p.

Hodrick, R. J., & Prescott, E. C. (1997). Postwar US business cycles: An empirical investigation. *Journal of Money, credit, and Banking*, 1–16.

Keynes, J. M. (1937). The general theory of employment. *The Quarterly Journal of Economics*, 51(2), 209–223.

Keynes, J. M. (1972). *Essays in Persuasion* (The Collected Writings of John Maynard Keynes). Royal Economic Society.

Keynes, J. M. (1996). *A teoria geral do emprego, do juro e da moeda* [1936]. Nova Cultural.

Minella, A. (2003). Monetary policy and inflation in Brazil (1975–2000): AVAR estimation. *Revista Brasileira de Economia*, 57(3), 605–635.

Minella, A., Freitas, P., Goldfajn, I., & Muinhos, M. K. (2003). Inflation targeting in Brazil: Constructing credibility under exchange rate volatility, Technical report. [Working Paper Series 77]. *Banco Central do Brasil*, Brasília, DF.

Mollo, M. L. R. (2004). Ortodoxia e heterodoxia monetárias: A questão da neutralidade da moeda. *Revista de Economia Política*, 24(3), 323–345.

Paula, L. (2008). Política econômica para o crescimento e estabilidade macroeconômica: Uma abordagem keynesiana com uma referência ao Brasil. In Sicsú, J., & Vidotto, C. (Orgs.). *Economia do Desenvolvimento: Teoria e políticas keynesianas*. Elsevier.

Terra, F. H. B., & Ferrari Filho, F. (2014, 11-14 de dezembro) As políticas econômicas em Keynes: reflexões para a economia brasileira no período 1995-2011. [Apresentação de trabalho]. *XL Encontro Nacional de Economia*, Porto de Galinhas, PE, Brasil.