

# **O Brasil na Crise: Expectativas sob Incerteza e Comportamento Convencional**

Emilio Chernavsky\*

## **Resumo**

Este trabalho procura analisar os canais mais freqüentemente citados através dos quais os efeitos da crise econômica internacional impactariam a economia brasileira e mostrar sua insuficiência para explicar a velocidade e intensidade com que se dá a deterioração das expectativas sobre a atividade econômica no país. Em face da insuficiência constatada nos fundamentos, de resto inerente ao processo de formação das expectativas numa economia capitalista, argumenta-se que os agentes, especialmente em situações onde predomina um grau elevado de incerteza, formam suas expectativas essencialmente aderindo a uma convenção, quer ela esteja ou não apoiada em sólidos fundamentos econômicos, comportamento que lhes permite diminuir a incerteza em suas interações. Mostra-se então que as circunstâncias particulares sob as quais emergiu a convenção específica que sustenta a formação das expectativas negativas são fortemente marcadas pela profusão de sentimentos pessimistas resultantes das pesadas perdas financeiras incorridas por um número significativo de atores, assim como da incerteza generalizada quanto ao futuro da economia mundial. Finalmente, mostra-se a importância da auto-realização das expectativas como mecanismo central da transmissão dos efeitos da crise internacional sobre a economia brasileira.

**Palavras-chave:** Crise, expectativas, incerteza, convenções.

## **Abstract**

This work intends to analyze the most frequently referred channels throughout which the effects of the international economic crisis would impact the Brazilian economy and to show their lack of capacity in explaining the velocity and intensity of the deterioration of the expectations about the economic activity into the country. In face of that insufficiency of fundamentals, itself inherent to the process of formation of expectations in a capitalistic economy, it is argued that the agents, specially in situations with a high degree of uncertainty, form their expectations by essentially adhering to a convention, be it or not sustained on sound economic fundamentals, behavior that allows them to reduce the uncertainty on their interactions. It is also shown then that the particular circumstances under which the specific convention that support the formation of negative expectations have emerged were strongly determined by the profusion of pessimistic feelings resulting of the heavy financial loses of a significant number of actors, as well as the generalized uncertainty about the future of the world economy. Finally, we discuss the importance of the self-fulfillment expectations as the central mechanism for the transmission of the effects of the international financial crisis in the Brazilian economy.

**Keywords:** Crisis, expectations, uncertainty, conventions.

## **ÁREA 5: Dinheiro, Finanças Internacionais e Crescimento**

### **SUB-ÁREA 5.3: Macroeconomia do Crescimento**

Artigo submetido a Sessão Ordinária.

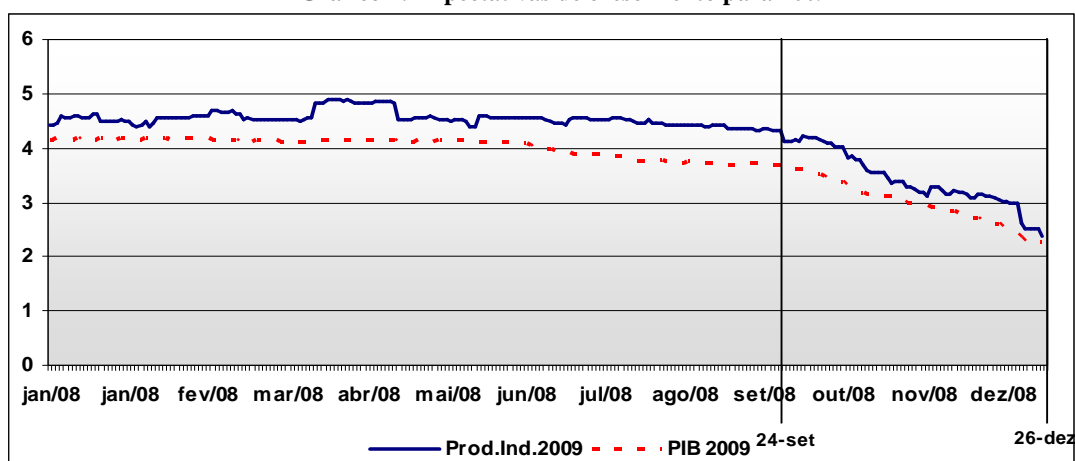
---

• Doutorando em Economia pelo IPE/FEA-USP e bolsista no Ipea. (echernavsky@yahoo.com)

## I A crise e a quebra das expectativas

A crise financeira iniciada com o estouro da bolha imobiliária estadunidense em meados de 2007 e que vinha sacudindo os mercados internacionais ao longo de 2008 se acentuou consideravelmente a partir do mês de setembro com a quebra do banco de investimentos Lehman Brothers e passou a afetar de modo mais intenso os mercados domésticos. A partir de então, as dúvidas com relação ao comportamento da economia brasileira diante da crise internacional se intensificaram e um sentimento de pessimismo crescente se difundiu entre os agentes econômicos, particularmente no setor financeiro, como pode ser visto no gráfico a seguir, que mostra a evolução ao longo do ano de 2008 das expectativas de crescimento da produção industrial e do PIB para 2009 coletadas diariamente entre analistas do mercado financeiro e divulgadas pelo Banco Central.

Gráfico 1: Expectativas de crescimento para 2009

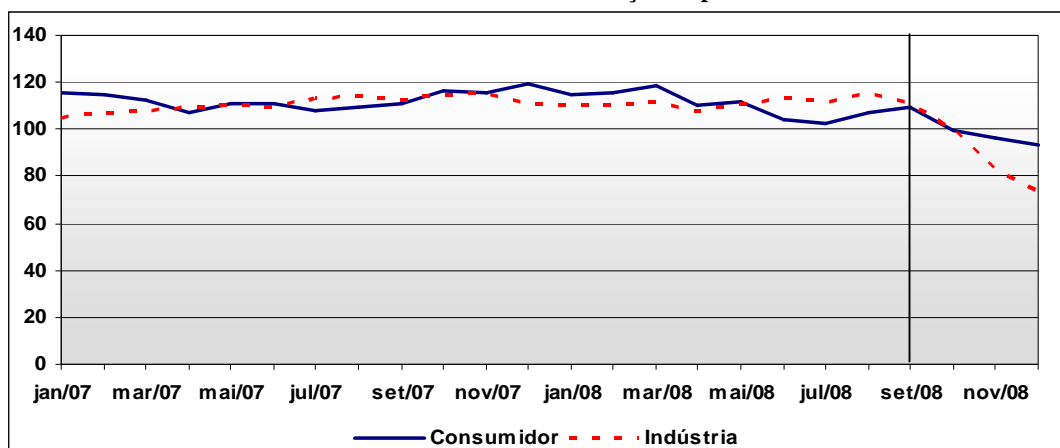


Fonte: BCB-Gerin

Vemos que a partir do final de setembro as expectativas aferidas para ambos indicadores, que até então haviam apresentado variações relativamente pequenas e flutuavam em torno aos percentuais previstos no início do ano, deterioraram-se rápida e intensamente reduzindo-se, no espaço de apenas três meses transcorridos entre 24 de setembro e 26 de dezembro, em cerca de 45% para o caso da produção industrial e 38% para o PIB.

Longe de restringir-se ao setor financeiro, contudo, a abrupta deterioração das expectativas verificou-se também no setor real da economia, como podemos ver no próximo gráfico, que mostra a evolução ao longo dos anos de 2007 e 2008 dos índices de confiança da indústria (sazonalmente ajustado) e do consumidor com respeito às condições futuras da economia, coletados mensalmente pela Fundação Getúlio Vargas.

Gráfico 2: Índice de Confiança - Expectativas



Fonte: Sondagem Conjuntural - FGV

Vemos no gráfico que ao longo de todo o ano de 2007 e em 2008 até o mês de setembro, ambos os índices fluíam em torno a 110, historicamente elevados e que correspondem a uma situação otimista quanto ao futuro. A sondagem feita em outubro, entretanto, mostra uma queda de cerca de 9% na confiança do consumidor e de 11% no caso da indústria, queda que prossegue nos meses de novembro e dezembro, quando a confiança do consumidor cai mais 6% e as expectativas da indústria desabam em mais 26%.

É importante assinalar que o início repentino deste processo de acentuada deterioração das expectativas coincide com a multiplicação dos sinais de acirramento da crise financeira internacional, mas *precede* a ocorrência de alterações negativas importantes na grande maioria dos indicadores relativos ao nível de atividade na economia brasileira. Efetivamente, no mês de outubro, quando as expectativas já se encontravam como vimos acima em forte queda, e a despeito de que certos setores produtivos - alguns inclusive importantes, como é o caso da indústria automobilística - já apresentassem uma contração considerável em suas atividades, a grande maioria dos indicadores relevantes para avaliar o comportamento da economia real e que são coletados com frequência mensal - utilização da capacidade instalada, vendas no varejo, consumo de energia elétrica, produção física industrial, taxa de desemprego, entre outros<sup>1</sup> - se situava então em patamares próximos e freqüentemente *superiores* aos do mês anterior e de modo geral em níveis mais elevados que no mesmo período em 2007. Ou seja, como acima afirmado, o início do processo de deterioração das expectativas *antecedeu* a evolução negativa dos indicadores da economia real que, pelo menos num primeiro momento, não ocorreu. Com isso, torna-se claro que

<sup>1</sup> Ver dados em Ipeadata em <http://www.ipeadata.gov.br/>.

aquela deterioração não pode ser explicada como resultando da projeção no futuro de alterações já detectadas nas condições objetivas correntes da economia, mas sim da incorporação às previsões dos impactos negativos esperados da crise internacional sobre as condições objetivas futuras.

Estes impactos sobre a economia real, segundo a maior parte das análises sobre conjuntura econômica realizadas desde então (ver, por exemplo, Gonçalves, 2008, e Prates, 2008, *inter alia*), seriam transmitidos fundamentalmente através de dois canais principais: a queda nos volumes e preços das exportações por um lado, e as restrições ao crédito pelo outro. Na próxima seção, faremos algumas observações a respeito de ambos os canais, apontando as incertezas envolvidas em sua operação e mostrando sua insuficiência para justificar a velocidade e a magnitude com que se verificou a deterioração das expectativas a partir de outubro. Posteriormente, veremos como essa insuficiência, ao contrário de apontar algum tipo de anomalia ou erro na análise desses canais, constitui uma característica inerente ao processo de formação das expectativas numa economia capitalista marcada pela prevalência da incerteza. Veremos como, diante de fundamentos incertos, embora potencialmente relevantes, os agentes constroem suas expectativas com base nas informações nas quais depositam a maior confiança, e daí a importância assumida pelas condições atuais. Na quarta sessão, mostramos que nas situações em que o grau de incerteza é particularmente elevado, como tem sido efetivamente o caso a partir do último trimestre de 2008, não somente os fundamentos são insuficientes para explicar as expectativas, como também o é a situação corrente; nesses contextos, a formação das expectativas adquire um caráter essencialmente convencional. Finalmente, na última sessão apontamos a importância do fenômeno de auto-realização para a validade *ex-post* das expectativas negativas, assim como o fato de ser este, em face da fragilidade dos canais concretos, o mecanismo principal através do qual a crise internacional transmite seus efeitos à economia brasileira.

## **II Canais de transmissão da crise externa**

Como vimos acima, a maior parte das análises relativas à conjuntura econômica realizadas desde o acirramento da crise financeira internacional no último trimestre de 2008 considera que seus impactos sobre a economia real no Brasil se transmitiriam fundamentalmente através de dois canais principais, quais sejam, a queda nos volumes e preços das exportações por um lado, e o aumento das restrições ao crédito pelo outro. Como veremos a

seguir, algumas das características do funcionamento desses canais implicam um aumento considerável no grau de incerteza quanto à magnitude dos impactos da crise internacional.

#### *i Queda nas exportações*

O primeiro dos canais principais através dos quais a crise internacional seria capaz de afetar o nível de atividade da economia brasileira consiste na queda das quantidades e dos preços das exportações resultante da forte e abrupta redução da demanda externa corrente e esperada pelos bens e serviços produzidos no país. A magnitude do impacto dessa queda nas exportações dependerá, entretanto, de uma série de fatores, tratados a seguir.

Em primeiro lugar, ela será diferente se a origem da diminuição estiver principalmente na redução dos volumes ou na redução dos preços das exportações: enquanto no primeiro caso a queda do componente externo da demanda agregada afeta diretamente a quantidade produzida, no segundo os efeitos sobre o nível de atividade são indiretos e dependem do tamanho do efeito multiplicador da diminuição da remuneração dos fatores empregados na produção das exportações sobre o nível de atividade em outros setores da economia.

Por sua vez, o efeito multiplicador das exportações depende basicamente da composição dos fatores utilizados na produção dos bens exportáveis e da distribuição de rendimentos entre eles; assim, quanto mais intensivas em trabalho forem as exportações e relativamente mais elevada for a remuneração desse fator, mais importante será o multiplicador.

Em terceiro lugar, o impacto da queda nas exportações sobre o nível de atividade depende crucialmente dos movimentos na taxa de câmbio: em caso de valorização da moeda aquele impacto será ampliado, uma vez que a redução da renda em moeda local será maior que a verificada em moeda estrangeira levando a uma contração da demanda doméstica mais que proporcional; ao contrário, uma desvalorização pode compensar, no todo ou em parte, os efeitos da queda do preço externo e dos volumes exportados e fazer com que a renda em moeda doméstica proveniente das exportações chegue mesmo a *aumentar* e o impacto final sobre a atividade doméstica assuma um sinal positivo.

Por último, mas *decisivamente*, o impacto sobre o nível de atividade depende crucialmente da importância relativa das exportações na composição da demanda agregada do país.

Após considerar estes pontos, podemos fazer algumas colocações a respeito dos possíveis impactos da queda das exportações para o caso brasileiro. Inicialmente, constatamos que em pouco menos de quatro meses, entre o início de agosto e o final de novembro, o valor do Real caiu em cerca de 45% diminuindo consideravelmente o impacto de uma eventual redução das exportações sobre a renda doméstica. Adicionalmente, a mudança de preços

relativos provocada pela desvalorização da moeda nacional, ao favorecer a substituição de importados pela produção local e inclusive o aumento (ou a contenção da redução) dos volumes exportados, coloca em dúvida a ocorrência de uma queda nas exportações líquidas. Assim, se sua magnitude é incerta, o impacto da variação cambial sobre a renda doméstica certamente ocorre em sentido *contrário* à redução da demanda agregada. Por outro lado, a composição da pauta brasileira de exportações que inclui cerca de 50% de produtos básicos em cuja produção emprega-se uma parcela do fator trabalho sensivelmente inferior à da média do PIB, tende a reduzir o tamanho do efeito multiplicador das exportações.

Finalmente, a despeito do aumento ocorrido nos últimos anos, a participação relativa das exportações no PIB limitou-se em 2008 a um percentual pouco menor que 15%, certamente moderado quando comparado ao verificado na maioria dos países desenvolvidos e em rápido desenvolvimento e que limita fortemente o impacto da redução nas exportações sobre a atividade doméstica.

A variedade de fatores envolvidos e a multiplicidade de estados que eles podem assumir tornam a magnitude dos efeitos negativos esperados da redução das exportações sobre o nível interno de atividade altamente incerta, colocando dúvidas quanto à possibilidade de que tais efeitos sejam de fato suficientemente elevados para justificar a abrupta queda verificada nas expectativas.

#### *ii Restrição ao crédito*

O segundo canal principal através do qual se estima que a crise internacional seja capaz de afetar o nível de atividade no país consiste na contração esperada do volume de crédito (e de fundos aplicados nos mercados de capital) disponível na economia, assim como a provável elevação no seu custo. O enxugamento rápido e profundo da liquidez internacional decorrente da brutal e repentina desvalorização de uma parcela altamente significativa dos ativos financeiros mundiais e a conseqüente elevação rápida e intensa da aversão ao risco entre as instituições financeiras e grandes investidores internacionais conduziu à abrupta interrupção do fluxo financeiro externo direcionado ao Brasil, comprometendo assim a parcela do financiamento da economia brasileira com origem em recursos externos. Efetivamente, a conta financeira líquida do Banco Central, que havia acumulado um saldo positivo de US\$49,4 bilhões entre janeiro e setembro inverteu-se e, somente em dois meses, setembro e outubro, tornou seu saldo negativo em US\$14,5 bilhões<sup>2</sup>. A dificuldade

---

<sup>2</sup> Fonte: BCB-Depec em <http://www.bcb.gov.br/?SERIETEMP>.

generalizada verificada na renovação e captação de novos recursos no exterior decorrente dessa reversão nos fluxos, associada ao fato de que algumas instituições financeiras nacionais incorreram em pesadas perdas nos mercados de capital domésticos e estrangeiros, elevou o nível de desconfiança mútua entre essas instituições e ajudou a propagar um sentimento de elevada aversão ao risco entre elas; assumindo uma postura fortemente conservadora de forma conjunta, as instituições financeiras aumentaram ainda mais as dificuldades de renovação dos créditos e justificaram *ex-post* a cautela adotada. Esperar-se-ia que tal comportamento conduzisse a uma expressiva redução do volume de crédito, que numa contínua expansão desde 2003 havia praticamente duplicado sua importância como proporção do PIB e atingido 40,3% no mês de novembro. Em função dessa redução, tanto os níveis de consumo quanto de investimento seriam negativamente afetados, impactando decisivamente o ritmo da atividade econômica.

Entretanto, novamente aqui a magnitude do impacto da restrição do crédito sobre o nível de atividade depende de uma série de fatores.

Primeiramente, é preciso considerar que, apesar da importante expansão em suas atividades que se verifica a partir da segunda metade dos anos 1990, a participação das instituições estrangeiras, supostamente as mais afetadas pelo estancamento dos fluxos financeiros nos mercados internacionais, no total de operações de crédito no Brasil ainda é limitada. Efetivamente, no final de 2008 essa participação era de cerca de 33% do total de operações do sistema financeiro privado e de 21% do total de operações de crédito do sistema financeiro como um todo, participação que, ao contrário de diminuir, aumentou ao longo do último trimestre do ano.

Em segundo lugar, devemos notar que uma parcela considerável de cerca de um terço do total de operações de crédito realizadas no país corresponde a operações realizadas com recursos direcionados, cuja efetivação depende em grau muito menor de decisões tomadas de maneira discricionária pelas instituições financeiras e, portanto, é por natureza mais estável que as operações de crédito realizadas com recursos livres.

Em terceiro lugar, diante da restrição ao crédito por parte dos bancos, parcela dos recursos bloqueados como depósito compulsório junto ao Banco Central - que até setembro era de 45% sobre os depósitos a vista e se aplicava com percentuais igualmente elevados para padrões internacionais sobre outras operações - pode ser liberada, com ou sem a colocação de condições em relação à sua aplicação, diretamente mediante a decisão das autoridades de forma a sustentar o volume de recursos destinados ao crédito.

Finalmente, mas de modo *determinante*, diferentemente do que ocorre na maioria dos países, uma parcela significativa – de atualmente cerca de 35% - do total de operações de crédito do sistema financeiro tem sido historicamente realizada no Brasil por instituições públicas que, devido à forma em que suas operações estão majoritariamente estruturadas, foram significativamente menos afetadas pelas restrições ao crédito nos mercados internacionais e pela forte elevação da aversão ao risco no mercado. Assim, tais instituições são não somente capazes de manter seu volume corrente de operações financeiras, mas inclusive expandi-lo, substituindo parcela importante do crédito privado ao ver-se este restringido e aumentando dessa forma sua participação no crédito total.

Instituições públicas com as características acima apontadas, assim como a possibilidade de controle sobre o crédito direcionado e o depósito compulsório, constituem instrumentos poderosos ao alcance do governo que pode usá-los discricionariamente de forma a limitar ou eliminar os impactos negativos da restrição ao crédito sobre a atividade econômica. Da mesma maneira que ocorre com alguns dos fatores envolvidos na transmissão dos efeitos da redução das exportações, a disponibilidade de tais instrumentos introduz um elevado grau de incerteza sobre a magnitude daqueles impactos, que dependerá decisivamente da eficácia e intensidade com que aqueles instrumentos forem utilizados.

### **III Crise e incerteza**

A incerteza, concebida aqui como a situação na qual são insuficientes os conhecimentos disponíveis sobre a realidade ou a capacidade dos agentes em interpretá-los, fazendo com que as previsões a respeito do futuro sejam incompletas e não confiáveis como guias para o comportamento (Dequech, 1999a), é uma característica inerente ao funcionamento *normal* da economia capitalista, na qual o futuro de cada indivíduo é indeterminado e depende das ações futuras do conjunto de indivíduos assim como de eventos novos acerca dos quais não é possível construir previsões.

Os agentes formam suas expectativas quanto ao futuro, portanto, em meio a um ambiente naturalmente marcado pela incerteza que pode, contudo, assumir graus diferenciados<sup>3</sup>. Assim, especialmente em situações de elevada incerteza quanto ao futuro, a concepção segundo a qual as expectativas seriam o resultado direto de algum tipo de cálculo racional realizado com base a um conjunto específico de fundamentos econômicos considerados

---

<sup>3</sup> Ver discussão sobre a possibilidade de graus de incerteza na literatura keynesiana em Crocco, 1998.



relevantes e a uma distribuição de probabilidades aplicada sobre uma lista de  $n$  possíveis estados de natureza conhecidos que descrevem exaustivamente tudo o que pode ocorrer no futuro se mostra fundamentalmente equivocada. Quando incertos, ou seja, quando os conhecimentos quanto à sua evolução futura e quanto ao tamanho e forma em que se dá seu impacto sobre as variáveis cujo comportamento se procura prever são pouco confiáveis, os fundamentos econômicos, mesmo podendo ser eventualmente relevantes, resultam em geral insuficientes para explicar a formação das expectativas. Isto porque estas são construídas essencialmente a partir da análise das informações acerca das quais os agentes se sentem mais confiantes, mesmo que as considerem menos relevantes, em detrimento de informações potencialmente mais importantes, embora muito mais incertas. É por essa razão que os fatos conhecidos acerca das condições econômicas correntes, normalmente muito mais certos do que previsões futuras acerca da evolução de variáveis fundamentais, assumem uma importância decisiva na formação das expectativas. Ao seguir este comportamento os agentes aderem, na prática, a uma convenção que essencialmente assume que “o estado atual dos negócios continuará indefinidamente, exceto no caso em que tenhamos razões específicas para esperar uma mudança”.<sup>4</sup> (Keynes, 1936, p.152)

A importância decisiva das condições correntes para explicar a formação das expectativas pode ser efetivamente verificada pela elevada correlação existente entre a divulgação de indicadores relacionados à atividade econômica passada e a ocorrência quase instantânea de alterações, por vezes significativas<sup>5</sup>, nas expectativas coletadas diariamente. Ou seja, a disponibilidade de informações novas sobre o passado imediato altera a percepção que os agentes possuem a respeito das condições objetivas correntes, ou seja, do 'estado atual dos negócios', na manutenção do qual se apóiam as expectativas para o futuro; alterando-se aquelas, estas são modificadas agora de acordo à nova percepção.

Se normalmente insuficientes para explicar a evolução das expectativas mesmo no próprio contexto para o qual foram selecionados, em situações como aquela que emerge a partir do último trimestre de 2008, os fundamentos econômicos revelam de forma mais aguda sua deficiência. Nestas situações, nas quais se verifica uma rápida e intensa alteração nas condições econômicas, o grau da incerteza próprio ao funcionamento da economia tende a se tornar particularmente elevado. De fato, os conhecimentos e capacidades que os

---

<sup>4</sup> “...the existing state of affairs will continue indefinitely, except in so far as we have specific reasons to expect a change.”

<sup>5</sup> Ver por exemplo a queda de 0,2 pontos (5%) na *média* das expectativas de mercado para o crescimento do PIB no ano seguinte que se verifica em *apenas um dia*, entre 24 e 25 de setembro de 2008, com a divulgação da Pesquisa Mensal de Emprego do IBGE.

indivíduos dispõem em seu esforço interpretativo para avaliar as ações e expectativas dos demais indivíduos e a partir disso prever o resultado das possíveis interações e construir suas próprias expectativas se mostram geralmente inadequados ao terem sido desenvolvidos para uma situação diferente daquela corrente. Eleva-se nesses casos o grau de incerteza não somente quanto à evolução futura desses próprios fundamentos, uma vez que os valores assumidos no passado não são um indicativo confiável para a previsão dos valores futuros, mas também em relação à maneira em que eles se relacionam entre si e à sua própria relevância para explicar o que se propõem.

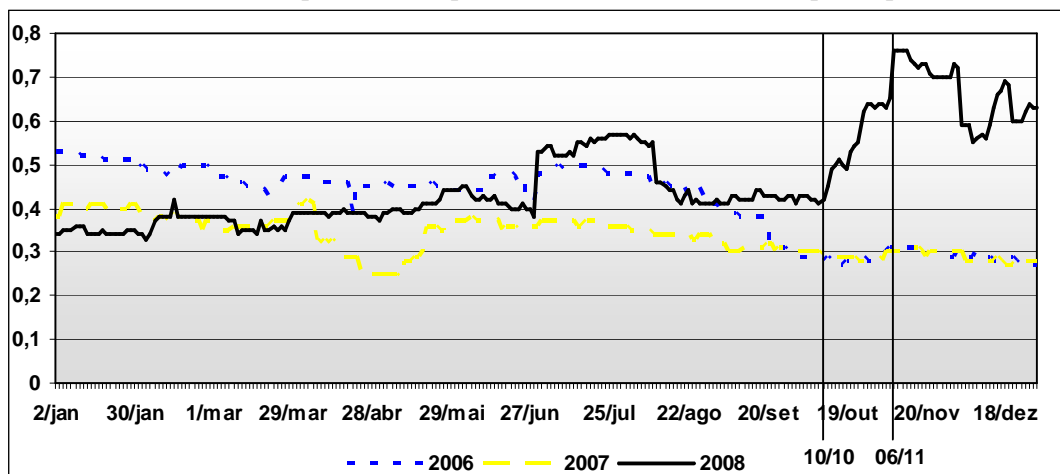
Vimos na sessão anterior um exemplo claro da insuficiência dos fundamentos objetivos em explicar a acentuada deterioração das expectativas com respeito à evolução da economia brasileira sob o impacto da crise financeira internacional. De acordo aos fundamentos normalmente evocados os efeitos desta crise seriam transmitidos basicamente através de canais que, como mostramos, apresentam em sua operação alguns fatores – particularmente o tamanho do multiplicador e os efeitos da variação cambial no caso da redução das exportações e da extensão e eficácia da intervenção governamental no caso da restrição ao crédito – que tornam a magnitude de seus impactos sobre a atividade econômica altamente incerta. Nessa situação, a confiança que os agentes depositam mesmo em suas melhores previsões a respeito das condições futuras da economia construídas a partir de fundamentos consideravelmente incertos deve ser necessariamente baixa, e explica a insuficiência de tais fundamentos em explicar as expectativas.

Pode-se inferir a redução na confiança nas previsões feitas em situações de elevada incerteza a partir da constatação da forte e repentina elevação da dispersão das expectativas relativas ao nível de atividade coletadas diariamente pelo Banco Central junto a participantes do mercado financeiro que se verifica a partir do momento em que os efeitos da crise internacional começam a ser incorporados às previsões sobre a economia do país. Podemos ver essa elevação no seguinte gráfico que mostra, para 2006, 2007 e 2008, a evolução ao longo do ano do desvio-padrão das expectativas de mercado para o crescimento do PIB no ano seguinte (2007, 2008 e 2009, respectivamente).<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Fonte: BCB-Gerin em <http://www.bcb.gov.br/?SERIETEMP>.

Gráfico 3: Desvio-padrão das expectativas de crescimento do PIB para o próximo ano



Fonte: BCB-Gerin

Vemos que em 2008 o desvio padrão das expectativas para o PIB<sup>7</sup> em 2009 *aumentou* com o transcurso do ano e a aproximação do período ao qual se referiam as previsões, e disparou no último trimestre. Essa evolução ocorreu em sentido inverso ao que seria normalmente esperado e que de fato se verificou nos anos anteriores, quando a incerteza em relação ao nível de atividade no ano seguinte tendia a diminuir conforme dele nos aproximávamos, permitindo a redução na heterogeneidade das expectativas. Efetivamente, em 2006 e 2007 o desvio-padrão das expectativas de crescimento do PIB no ano seguinte tende a convergir a partir de meados do mês de setembro para valores próximos a 0,3. Em 2008, pelo contrário, o desvio-padrão, que havia iniciado o mês de janeiro com níveis próximos a 0,35, inferiores aos verificados nos anos anteriores, atinge ao finalizar o ano valores próximos a 0,65, mais do que duas vezes mais elevados que os desvios verificados ao final dos anos anteriores. O coeficiente de variação, mais afetado em função da redução verificada ao longo do ano no valor absoluto das previsões para o PIB, mais do que *triplicou* no período de apenas um mês, outubro, estabilizando-se no novo patamar até o final de dezembro.

Tamanha variabilidade nas previsões construídas por indivíduos que normalmente compartilham a mesma visão sobre a forma de funcionamento da economia e cujas expectativas apresentam de modo geral um alto grau de homogeneidade, e que por outro lado se caracterizam pelo comportamento altamente mimético, revela a incerteza reinante em relação ao futuro e é indicativa do reduzido grau de confiança nas previsões construídas com base aos fundamentos acima discutidos.

<sup>7</sup> O mesmo padrão se verifica para o desvio-padrão da produção industrial, não mostrada aqui.

#### **IV Comportamento convencional e expectativas**

Como vimos acima, a insuficiência dos fundamentos objetivos é característica do próprio processo de formação das expectativas sob incerteza. Seguindo Keynes, vimos também que, de modo a conviver com essa incerteza inerente, os agentes normalmente formam suas expectativas basicamente através da adesão à convenção de que o estado atual dos negócios continuará indefinidamente a menos que tenhamos razões específicas para esperar uma mudança. Entretanto, justamente em situações como aquela vigente desde o último trimestre de 2008, em que se verificam profundas alterações na economia mundial, os agentes passam a ter as razões específicas necessárias para acreditar na ocorrência de mudanças importantes. Quando isso ocorre, a projeção no futuro da situação atual não pode mais ser vista como uma base adequada a partir da qual são formadas as expectativas.

Em tais contextos, portanto, não somente os fundamentos econômicos são particularmente deficientes para subsidiar a construção das previsões para o futuro como as condições atuais se mostram igualmente inadequadas para tanto. Generaliza-se então um sentimento de grande incerteza quanto às ações e expectativas de cada um e do conjunto dos agentes. Como resposta a essa situação estes passam a aderir a uma convenção (Salais; Storper, 1992) que vai além daquela referida por Keynes, pois se estabelece justamente a respeito daquelas razões específicas que conduzem à crença na mudança assim como dos resultados e da forma em que essa mudança se daria. A convenção não necessita estar apoiada nos fundamentos ‘corretos’, de todos os modos incertos, e sua importância não é a de fazer com que toda a incerteza em relação aos outros agentes (e, de modo geral, quanto ao futuro de todos e de cada um) desapareça, mas o de servir como uma referência coletivamente reconhecida que interrompe, pelo menos temporariamente, a especulação quanto às suas intenções (Orléan, 1994), e permite a formação das expectativas.

Estas expectativas, portanto, especialmente em situações em que se verifica um elevado grau de incerteza quanto ao comportamento das variáveis fundamentais e seus impactos sobre a economia, longe de ser o resultado direto de algum tipo de cálculo racional, de resto pouco confiável quando não impossível realizado a partir daquelas variáveis, ou a simples reprodução da situação corrente, em patente mutação, são formadas seguindo basicamente uma lógica convencional (Orléan, 1999), aquela na qual se fundamenta o comportamento – convencional – dos agentes que não adotam sua própria avaliação individual para uma determinada situação nem tampouco aderem às avaliações realizadas por outros agentes, estejam elas ou não apoiadas nos fundamentos mais sólidos possíveis, mas que procuram

identificar e adotar a avaliação que o conjunto dos agentes considera como sendo a opinião majoritária e que terminará por impor-se na realidade.

Longe de ser característico de uma situação de irracionalidade coletiva, o comportamento convencional se mostra perfeitamente racional se considerarmos que, ao transformar-se numa convenção, a opinião majoritária proporciona um mecanismo de avaliação comum dos elementos em torno aos quais os agentes podem se coordenar, o que reduz fortemente as incertezas próprias à interação (Eymard-Duvernay et.al., 2005). Por outro lado, a adesão à convenção permite a cada agente preservar sua posição relativa face aos demais atores no mercado específico em que ocorrem as transações, o que constitui um comportamento defensivo certamente compatível com a racionalidade econômica em contextos de elevada incerteza (Dequech, 1999b).

Em função da conveniência acima apontada de aderir a uma convenção, o comportamento convencional se generaliza e a convenção acaba adquirindo um *status* muito similar àquele atribuído aos fundamentos econômicos, esquecendo-se inclusive seu caráter convencional (Chernavsky, 2008). O ‘fundamento’ das expectativas passa a ser a própria convenção.

As características dessa convenção a partir da qual são formadas as expectativas quanto ao futuro, são o resultado da interação continuada entre os agentes a partir da qual emerge um padrão específico de comportamento habitual, esperado e auto-aplicável, não por ser esse padrão intrinsecamente o mais correto ou adequado, mas devido às circunstâncias históricas específicas, não reduzíveis aos valores assumidos por um conjunto limitado e estável de variáveis econômicas objetivas<sup>8</sup>, que o colocaram à frente dos demais. (Young, 1996) Independentemente de quais sejam suas qualidades particulares, uma vez tendo tomado a dianteira aciona-se um mecanismo de realimentação que faz com esse padrão específico se transforme numa convenção e seja adotado pelo conjunto dos agentes, passando a determinar seu comportamento.

As circunstâncias particulares em que emergiu a convenção sobre a qual se apóia a abrupta deterioração das expectativas relativas ao nível de atividade, fundamentais para explicar suas características, são marcadas pela profusão de sentimentos fortemente pessimistas no ambiente, marcado desde o mês de setembro por uma grande turbulência e pelas pesadas perdas que várias empresas, principalmente embora não somente do setor financeiro, sofriam nos mercados de capital nacionais e estrangeiros. Entre outros indicadores

---

<sup>8</sup> Sendo que aqueles valores e o próprio conjunto relevante de variáveis são em algum grau desconhecidos, tanto mais quanto mais incerta é a conjuntura.

negativos relevantes<sup>9</sup>, no mercado acionário o índice Ibovespa, que de seu pico atingido em maio até o final de agosto já havia acumulado perdas próximas a 24%, perde mais 8,4% em setembro e 16,7% em outubro, estabilizando-se em torno ao novo patamar desde então. Com isso, ao final de novembro o índice havia caído 50% em relação a seu nível máximo e 42% quando comparado ao do início do ano, enquanto que o valor das empresas listadas no Ibovespa havia despencado em 40% desde o início do ano - quase 30% apenas nos últimos três meses. Podemos ver esta evolução no gráfico a seguir.

**Gráfico 4: Índice Ibovespa – fechamento diário**



Fonte: Bovespa

Acompanhando a queda nos índices, os volumes financeiros negociados em novembro desabaram quando comparados com a média mensal dos dez primeiros meses do ano, caindo 42% na Bovespa e 34% na BM&F. Os negócios com derivativos também se reduziram drasticamente em novembro mostrando uma queda de 46% no número de contratos e 42% nos valores negociados na BM&F quando comparados com a média mensal verificada ao longo do ano até então. Longe de se restringir ao setor financeiro, as expectativas pessimistas também se difundiram rapidamente no setor real da economia - como vimos, antes que as perdas reais ocorressem -, fazendo com que, como constatado no início do trabalho, os índices de confiança dos consumidores e especialmente da indústria, após permanecer relativamente estáveis até setembro, se deteriorassem acentuadamente nos últimos três meses do ano, caindo 14% e 35% respectivamente.

Diante das pesadas perdas que muito agentes sofreram e continuam a sofrer nos mercados financeiros e da incerteza quanto aos impactos da crise externa na economia brasileira e, de

---

<sup>9</sup> Fontes: Bovespa e BM&F

forma mais geral, quanto ao futuro da economia mundial, não surpreende a proliferação de sentimentos pessimistas dos agentes, de cuja interação emerge a convenção sobre a qual se apóiam as expectativas negativas.

Para que a convenção se estabelecesse, entretanto, foi necessário ainda que ela estivesse assentada sobre uma base econômica minimamente convincente - embora tal nível mínimo possa ser interpretado de forma bastante ampla - de maneira a que pelo menos inicialmente ela parecesse legítima aos olhos de todos os participantes. É justamente essa a função cumprida pelos efeitos esperados da redução das exportações e da contração do crédito que, apesar de insuficientes para justificar a intensidade e rapidez com que se deu a deterioração das expectativas relativas ao nível de atividade, fornecem os fundamentos econômicos que conferem à convenção esse mínimo necessário de legitimidade.

## **V Conclusão: expectativas auto-realizáveis e a crise**

Vimos acima, após constatar a insuficiência dos fundamentos econômicos normalmente evocados para justificar a recente deterioração abrupta e repentina nas expectativas dos agentes, a importância central do comportamento convencional no processo de formação das expectativas, especialmente em situações de elevada incerteza. Vimos posteriormente o papel determinante dos sentimentos pessimistas largamente presentes no ambiente para explicar as características da convenção sobre a qual se apóiam essas expectativas negativas. A despeito de serem construídas sobre fundamentos objetivos frágeis, tais expectativas podem eventualmente vir a se confirmar, entretanto, não porque fossem originalmente acuradas e os efeitos da crise internacional tenham sido corretamente estimados e incorporados às previsões, mas em função de sua auto-realização, possibilidade amplamente tratada na literatura pelo menos desde Keynes (1936). Em um ambiente marcado pela profusão de sentimentos pessimistas, no qual se generalizam as expectativas – solidamente apoiadas em fundamentos econômicos ou não – de queda do nível de atividade em meio a uma incerteza profunda quanto à evolução futura da economia, mesmo na ausência de razões objetivas os empresários possuem motivos para prever a queda futura na demanda por seus produtos e, portanto, optarão por diminuir seus investimentos e mesmo a produção corrente de suas empresas, reduzindo o volume dos estoques; por seu lado, a incerteza quanto ao fluxo de renda futuro torna os consumidores mais conservadores e os conduz a aumentar sua taxa de poupança, diminuindo assim seu nível de consumo corrente. Ambos os movimentos provocam a queda da demanda agregada, redução que ocorrerá, em

virtude da operação do multiplicador keynesiano, por um montante inclusive superior ao que corresponderia à redução inicial na demanda de empresários e consumidores. Com isto, a expectativa negativa se auto-realiza.

É principalmente através deste mecanismo que a crise internacional que se aprofundou consideravelmente no último trimestre de 2008 acaba efetivamente levando à contração no nível interno de atividade. Ou seja, de forma alternativa ao que tem se afirmado de maneira mais freqüente, as razões mais importantes para a acentuada redução no nível de atividade da economia brasileira desde o último trimestre de 2008 não se encontram nos efeitos adversos *diretos* da crise internacional, internalizados fundamentalmente através da redução da demanda externa e da restrição ao crédito. Essas razões devem sim ser buscadas na auto-realização das expectativas negativas resultantes da convenção formada em um ambiente marcado pela profusão de sentimentos pessimistas decorrentes da ocorrência de pesadas perdas sofridas nos mercados financeiros e da profunda incerteza quanto aos efeitos da crise externa na economia brasileira e quanto ao futuro da economia mundial.



## Referências

---

- CHERNAVSKY, E. **Taxa Natural e Convenções: Uma discussão dos determinantes da taxa real de juros no Brasil**. XIII Encontro Nacional de Economia Política. João Pessoa, 2008.
- CROCCO, M. *The concept of degrees of uncertainty in Keynes, Shackle, and Davidson*. Nova Economia, Belo Horizonte 12 (2), pp.11-28, julho-dezembro 2002.
- DEQUECH, D. *Uncertainty, conventions and short-term expectations*. Brazilian Journal of Political Economy, vol.19, n°3 (75), July-September 1999a.
- DEQUECH, D. *On some arguments for the rationality of conventional behavior under uncertainty*. In Keynes, Post-Keynesianism and Political Economy. Sardoni, C.; Kriesler, P.; (orgs.) Routledge, 1999b.
- EYMARD-DUVERNAY, F.; FAVEREAU, O.; ORLÉAN, A.; THÉVENOT, L. *Pluralist integration in the economic and social sciences: the economy of conventions*. Post-Autistic Economics Review, n°34, (October, 2005), article 2, pp. 22-40.
- GONÇALVES, C.E. **Análise de conjuntura: A crise chegou**. Boletim Informações FIPE, n.336, setembro 2008.
- KEYNES, J.M. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Macmillan, 1936.
- ORLÉAN, A. *Vers un modèle général de la coordination économique par les conventions*. In A.Orléan (ed.) Analyse économique des conventions, pp.9-40, Paris: Presse Universitaires de France, 1994.
- ORLÉAN, A. *Le pouvoir de la finance*. Paris, Editions Odile Jacob, 1999
- PRATES, C. **Panorama Macroeconômico**. Economia & Conjuntura n°87, Grupo de Conjuntura, UFRJ, Rio de Janeiro, dezembro 2008.
- SALAI, R.; STORPER, M. *The Four 'Worlds' of Contemporary Industry*. Cambridge Journal of Economics 16(2), pp.169-94, 1992.
- YOUNG, P. *The economics of conventions*. The Journal of Economic Perspectives, Vol.10, n°2 (Spring, 1996), pp.105-122.