



CARTA SEMANAL

---

# O Canário da Mina 19

01 DE SETEMBRO DE 2023

Durante os séculos XIX e XX, uma das atividades econômicas mais importantes do Reino Unido foi a extração de carvão de mina. Nesse contexto, uma das principais causas de acidentes com mortes dos mineiros era decorrente do vazamento de monóxido de carbono, um gás inodoro (difícil de detectar sem equipamentos) que, em grandes quantidades, pode provocar explosões ou morte por intoxicação. Como o monóxido de carbono é um resultado natural da extração do carvão, problemas de ventilação nas minas poderiam gerar acidentes mortais.

Em uma era pré-detectores de gases, o jeito de os mineiros se protegerem era levar um canário dentro de uma gaiola para a mina. Por ser muito mais sensível ao monóxido de carbono do que os humanos, a agitação do pássaro servia de alerta para que os trabalhadores deixassem a mina antes que um acidente ocorresse.

Esse será o objetivo de **“O Canário da Mina”**, artigo semanal que a G5 Partners passará a divulgar toda sexta-feira: fugir do “lugar comum” e não se limitar a ser apenas um compêndio do que aconteceu ao longo dos dias anteriores ou do que acontecerá nos próximos; o intuito é ser um instrumento relevante e gerador de reflexões para o final de semana.

Boa leitura.





A banda australiana Vancouver Sleep Clinic tem, em seu repertório, uma música chamada “Middle of Nowhere”. Talvez não a letra em si, mas certamente o termo (“no meio do nada”) nos remete ao simpósio de Jackson Hole, organizado pelo FED de Kansas City. O encontro de bancos centrais (BC) mais famoso do mundo ocorre anualmente no interior do estado americano de Wyoming, a 705 quilômetros da capital, Chayenne, e a 330 km de Salt Lake City, no estado de Utah, a maior cidade próxima; o último aconteceu entre os dias 24 e 26 de agosto. Entretanto, como o objetivo aqui não é discutir a geografia americana, vamos usar o OCM de hoje para analisar a parte econômica do evento. O mais “normal” seria focar o discurso do presidente do Federal Reserve Bank (FED) — o banco central americano —, Jerome Powell, certamente o mais aguardado; porém, decidimos comentar aquele que consideramos o mais interessante: o de Christine Lagarde, presidente do Banco Central Europeu (BCE).

Christine Lagarde fez sem dúvida o melhor dos discursos; não por ser o mais contundente deles, mas sim por ser o mais realista. Em momento nenhum ela disse o que o BCE faria, mas deu uma verdadeira aula de como um banco central deve se portar no cenário incerto pós-pandemia da covid-19. A frase do filósofo dinamarquês Søren Kierkegaard, usada por Lagarde logo no início de seu discurso, dá o tom do restante do elóquio: *“a vida só pode ser entendida olhando-se o passado, mas deve ser vivida olhando-se para frente”* (tradução livre)<sup>1</sup>.

Lagarde identifica três principais mudanças nos mercados globais após a pandemia. A primeira é no mercado de trabalho e na natureza do emprego. A segunda, mostrando a importância do tema na Europa, é a transição energética. Por sua vez, a terceira é o cenário geopolítico mais conturbado, levando a um maior protecionismo e um maior gasto com o encurtamento das cadeias produtivas.

<sup>1</sup>“Life can only be understood backward, but it must be lived forwards.”

Essas três mudanças contribuíram para a aceleração da inflação nos últimos dois anos tendo, como pano de fundo, as políticas fiscal e monetárias altamente expansionistas. Mas as coisas começaram a ficar interessantes mesmo quando Lagarde passou a traçar cenários com base nas mudanças supracitadas. Por exemplo, a questão da transição energética tem um papel central em suas dúvidas com relação ao futuro da inflação. Ela disse que os problemas atuais foram causados por uma sequência de choques de oferta e, devido às questões climáticas, estes devem ser mais frequentes. Não só pelo clima em si, mas também porque a única forma de combater esse problema é acelerando a transição energética. Isso, inevitavelmente, vai nos levar a um momento em que as fontes de energia baseadas em combustíveis fósseis começarão a não ter suas reservas renovadas, enquanto a nova matriz energética ainda não estará totalmente implementada, resultando em um preço menos sensível à demanda. A esse problema podemos adicionar as questões geopolíticas, uma vez que a reorganização das cadeias produtivas não ocorrerá de um dia para o outro; enquanto isso, as práticas protecionistas “correm soltas”. Segundo Lagarde, na última década, as medidas de restrição ao comércio internacional foram dez vezes maiores do que nos anos anteriores. Como resultado, deveremos ver uma queda de 30% nas importações globais, que não serão compensadas pelo aumento de compras dentro dos grandes blocos de comércio, como a União Europeia (UE) e o United States–Mexico–Canada Agreement (USMCA), por exemplo. Menos comércio, menos eficiência, maiores custos, mais inflação — simples assim.

Problemas geopolíticos provocam não só o aumento do protecionismo, mas também um incremento nos gastos com defesa. Lagarde citou que a União Europeia terá que elevar suas despesas militares em € 60 bilhões por ano para se adequar à exigência da Organização do Tratado do Atlântico Norte (OTAN) de que seus membros dediquem 2,0% do PIB a gastos com armamento defensivo. Além disso, a transição energética custará outros € 600 bilhões anuais à UE até 2030. Isso é importante, segundo ela, porque já temos contratado um montante razoável de investimentos, que serão altamente insensíveis à política monetária, uma vez que não dependerão do comportamento da demanda. Ou seja, o BCE poderá ver a economia mostrar resiliência, mesmo mantendo os juros elevados por mais tempo.

Se isso não fosse suficiente, Lagarde explicou que vê duas mudanças no que se refere ao modo como os agentes econômicos determinam os preços e os salários. A primeira é que, após décadas de preços baixos, quando alterações de preços poderiam levar à perda de participação no mercado, as empresas se mostram mais propensas a reajustarem seus produtos, pois todas passaram pelos mesmos choques de oferta, reduzindo, portanto, a chance de queda nas vendas pela concorrência. Com isso, os preços têm subido não apenas mais frequentemente, mas também em montantes mais substanciais. Segundo ela, a frequência de aumentos nos últimos dois anos quase que dobrou com relação ao período anterior a 2022. A segunda é que o aperto no mercado de trabalho — seja pelas mortes durante a pandemia e aposentadorias, seja pela redução na jornada de trabalho — fez com que os trabalhadores tivessem um poder de barganha maior para recompor as perdas com

a inflação. Com a união das duas coisas, pode haver uma perenidade maior nos choques de oferta sobre a inflação. A própria Lagarde admitiu que talvez essas mudanças sejam passageiras, inclusive citou que a frequência das mudanças de preços pelas empresas, apesar de estar ainda acima do que era antes, vem diminuindo paulatinamente. Entretanto, ela também não descartou que haja um efeito mais duradouro, podendo levar ao perigoso processo de espiral preço/salário, chamada no discurso de *“tit for tat inflation”*.

Se Lagarde foi muito feliz em suas análises com relação ao passado e ao futuro da inflação na Europa, melhor ainda foi a parte do discurso a respeito de como o BC tem que navegar por essas águas turbulentas.

Para a especialista, são três os fatores-chave para que os BCs tenham sucesso daqui para frente: clareza, flexibilidade e humildade. No primeiro caso, ela se refere à clareza sobre os objetivos a serem alcançados e um comprometimento inabalável em persegui-los. Por exemplo, se o objetivo for chegar a uma inflação de 2% no médio prazo, devem ser usadas todas as ferramentas à disposição para alcançá-lo, sem desvios de rota. A frase de Lagarde sintetiza bem essa ideia: *“Diante de um mundo em constante mudança, a política monetária não deveria ser, ela mesma, uma fonte de incerteza”* (tradução livre)<sup>2</sup>. Será a clareza nos objetivos que manterá as expectativas de inflação ancoradas, mesmo com choques que possam desviá-la da meta temporariamente. Ela fecha essa parte do discurso com outro comentário forte, como forma de acabar com as especulações a respeito de uma mudança na meta do BCE: *“Devemos e vamos manter a inflação em 2% no médio prazo”* (tradução livre)<sup>3</sup>. Mas Lagarde lembra que *“para alcançar nosso objetivo, precisamos de flexibilidade em nossas análises”* (tradução livre)<sup>4</sup>. Por flexibilidade podemos considerar não seguir uma “regra de bolo”, confiando demais nos modelos preestabelecidos — que, como vimos anteriormente, perderam muito de seu poder preditivo. Ou seja, devemos usar toda a informação disponível e não nos apegarmos apenas aos dogmas históricos na hora de conduzir a política monetária. Lagarde chamou a atenção também para os perigos de basear as decisões apenas nos dados correntes. Segundo ela, seria *“dirigir olhando pelo retrovisor”* (tradução livre)<sup>5</sup>, o que tornaria a política monetária reativa em vez de estabilizadora. Por isso, explicou que o BCE se baseia em três princípios para a tomada de decisões: previsão de inflação, dinâmicas do núcleo de inflação e força da transmissão da política monetária, com flexibilidade para fazer um “blend” dos três para tomar suas decisões. Exatamente pela consciência de que, atualmente, as dúvidas são maiores do que as certezas, Lagarde pregou a humildade: *“Embora precisemos continuar buscando aprimorar nossa visão de médio prazo, também devemos ser claros sobre os limites do que sabemos atualmente e do que nossa política pode alcançar”* (tradução livre)<sup>6</sup>. Por isso, o BCE está aprimorando seus modelos, seus documentos e sua comunicação, mas ainda há um longo caminho a percorrer. Pesquisas mostram que os agentes econômicos confiam menos nas projeções dos bancos centrais se estas têm uma performance ruim, mas Lagarde disse que esse problema pode ser contornado produzindo projeções contingentes de modo a deixar claras as fontes de erros. Segundo ela, o BCE está indo nessa direção.

4

<sup>2</sup> “Faced with a changing world, monetary policy should not itself become a source of uncertainty.”

<sup>3</sup> “We must and will keep inflation at 2% over the medium term.”

<sup>4</sup> “In order to achieve our goal, we need flexibility in our analysis.”

<sup>5</sup> “Driving in the rear-view mirror.”

<sup>6</sup> “While we need to continue striving to sharpen our picture of the medium term, we should also be clear about the limits of what we currently know and what our policy can achieve.”

não existe um manual de instruções sobre como agir na situação atual, portanto o objetivo precípua neste momento seria criar um. Daí a importância de reforçar o compromisso de manter a política monetária no território restritivo pelo tempo que for necessário para trazer a inflação de volta para o nível de 2,0% no médio prazo, a meta do BCE. Após usar Kierkegaard para dar o tom do que viria pela frente em seu discurso, Lagarde o encerrou com uma frase de John Maynard Keynes: *“A dificuldade está não em aceitar novas ideias, mas em escapar das antigas”* (tradução livre)<sup>7</sup>.

Para quem esperava um comprometimento explícito no que se refere aos próximos passos do BCE, o discurso de Christine Lagarde foi uma decepção; porém, para quem gosta de um texto econômico bem escrito, foi uma diversão. O problema é que, lendo nas entrelinhas, veremos o BCE em uma “sinuca de bico”: a inflação ainda está bem longe do objetivo de 2,0% (5,3% no resultado de agosto), enquanto o crescimento já está próximo de zero (0,3% no segundo trimestre, número que pode ser revisto na próxima semana). O que fazer? Haja clareza para explicar as decisões, flexibilidade para não se vergar às pressões políticas e humildade para mudar de rota, porque a chance de alguma coisa dar errado na Zona do Euro nos próximos meses é grande.

## Frase da Semana

*“Como é possível governar um país que tem 246 variedades de queijo?”*

Charles De Gaulle

G5 Partners	2022	2023	2024
IPCA (%)	5,79	5,00	3,40
SELIC F.P (%)	13,75	11,75	8,75
Câmbio	5,28	5,00	5,20
PIB	2,90	2,50	1,70

<sup>7</sup>“The difficulty lies not in the new ideas, but in escaping from the old ones.”