

Luzes e sombras numa economia em transição

Nos primeiros dois meses do ano, as principais tendências que marcaram o desempenho da economia internacional na última parte de 2023 continuaram a estar presentes: i) crescimento próximo de 3% com divergências entre a força dos EUA e de boa parte dos países emergentes face à fraqueza da China e, sobretudo, da zona euro; ii) estabilidade dos preços da energia apesar do cenário geopolítico desafiante que está a alterar os fluxos de tráfego marítimo entre a Ásia e a Europa; iii) continuidade do processo desinflationista de ambos os lados do Atlântico, com alguma resistência à descida dos preços nos sectores dos serviços; iv) força do consumo em público e privado face a um investimento que continua a não ganhar força, apesar de apoiado por programas fiscais expansionistas (IRA, NGEU, etc), e a retoma dos gastos em defesa; v) fraqueza da indústria, com exceção do sector tecnológico (especialmente o ligado à IA), que contrasta com o desempenho positivo do sector dos serviços; vi) solidez do mercado de trabalho pouco afetado pelo aperto monetário e vii) bom desempenho dos mercados acionistas (+6% no MSCI Global no final de fevereiro), refletindo a confiança dos investidores nos efeitos positivos que o cenário de aterragem suave terá nos resultados das empresas.

Nesta fase de continuidade à espera do início do processo de flexibilização monetária, o único pequeno ajustamento que se verificou nas primeiras semanas do ano foi a diminuição do fosso entre as perspetivas de política monetária dos mercados financeiros e a opinião que os bancos centrais têm vindo a antecipar nas suas últimas projeções e comunicados. Os investidores estão agora a descontar apenas 100 pontos base de flexibilização em 2024 (150 pontos base em dezembro) e a adiar o primeiro corte para junho (antes esperavam-no em março/abril), o que desencadeou uma correção na parte longa da curva de rendimentos das obrigações do Tesouro entre 20 e 60 pontos base. Esta mudança está ligada à sensação de que a inflação está a entrar numa zona em que os novos progressos serão mais difíceis, uma vez que os efeitos positivos da flexibilização energética e do desaparecimento dos estrangulamentos globais estão a diminuir, o que dará um papel mais importante aos preços dos serviços. É aqui que as autoridades monetárias precisam de um pouco mais de certeza (e confiança) sobre a dinâmica que estas rubricas seguirão nos próximos meses, tendo em conta que a sua evolução será marcada por fatores que ainda estão sujeitos a incerteza, como a evolução dos salários ou dos custos relacionados com a habitação. A questão é saber se a divergência entre os dados de atividade dos dois lados do Atlântico não será mais acentuada nos próximos meses. Em todo o caso, o cenário monetário descontado pelos investidores continua a ser claramente positivo para as perspetivas económicas na segunda parte do ano, uma vez que, a partir de abril, se deverá assistir a descidas homólogas da Euribor a 12 meses.

Assim, mantendo a tendência dos últimos trimestres, continuamos a ver mais luz do que sombra na complexa transição que o ciclo económico está a atravessar, afetado pelas perturbações sofridas do lado da oferta, tanto devido à acumulação de choques negativos inesperados (Covid, estrangulamentos, etc.), como pelos primeiros sinais de mudanças provocadas pela demografia, a transição energética, a inovação (IA) ou a procura de autonomia estratégica por parte das grandes potências. Tudo isto enquanto o lado da procura reflete as alterações das preferências dos consumidores na sequência da pandemia, ou o extraordinário ativismo assumido pela política monetária e fiscal nos últimos anos. Este processo de mudança contínua continuará a dominar o comportamento económico a médio prazo, pelo que uma normalização do desempenho económico após as tempestades dos últimos anos parece ser mais um desejo do que uma realidade. Este facto implica uma incerteza considerável quanto ao comportamento futuro de variáveis como o crescimento potencial ou a taxa de juro neutral.

Neste contexto, tentando procurar sinais no meio do excesso de ruído ainda presente no cenário económico, atualizámos as nossas previsões económicas e financeiras, revendo ligeiramente em alta a previsão de crescimento global para 2024 (de 2,9% para 3%), graças à melhoria das previsões para as economias avançadas (de 1,1% para 1,4%). A maior parte desta evolução é explicada pela melhoria das projeções para os EUA (2,2% contra 0,8% anteriormente), enquanto mantemos inalterada a previsão para a Europa (0,7% em 2024 e 1,7% em 2025), onde revimos em ligeira baixa a previsão do PIB para a economia portuguesa para 1,6% este ano (2,3% em 2025). No que respeita à inflação, não fizemos praticamente nenhum ajustamento às previsões para 2024 (5,2% no mundo, 2,5% na OCDE e 7,2% nos países emergentes) e 2025 (3,2% no mundo, 2% na OCDE e 4,2% nos países emergentes), altura em que a inflação estará próxima dos objetivos dos bancos centrais. Isto permitirá que a FED e o BCE iniciem a fase de flexibilização monetária em junho, esperando ver 4 flexibilizações cumulativas até um total de 100 pontos de base em ambos os lados do Atlântico em 2024. Com estes movimentos dos bancos centrais, a obrigação alemã a 10 anos encerraria este ano a 2% (2,8% para a obrigação portuguesa). Para 2025, prevemos a continuidade do processo de descida das taxas de juro, com mais 100 pontos de base nos EUA (75 p.b. no caso da Europa).