

## Resiliência económica e investimento na era de Trump

A atualização dos cenários económicos pelos principais gabinetes de estudos nas últimas semanas reflete que a economia mundial mantém uma velocidade de cruzeiro mais intensa do que o previsto no início do ano, quando a «tempestade Trump» ameaçava desestabilizar uma conjuntura económica exposta aos ventos da incerteza. Por enquanto, as distorções incipientes sobre o crescimento e a inflação causadas pelo aumento das barreiras tarifárias estão a ser compensadas pelo *boom* de investimento impulsionado pela IA nos EUA, pelo aumento dos gastos com defesa (e pela aceleração do NGEU) na Europa, pela resiliência das exportações chinesas e pela flexibilização das condições monetárias globais. A tudo isto há que acrescentar um preço do petróleo quase 15% abaixo dos níveis do início do ano e o efeito riqueza proporcionado pelo bom desempenho das bolsas mundiais (+17%) e de outros ativos financeiros e reais em 2025 (ouro, habitação, etc.), apesar da instabilidade que continua a caracterizar o cenário geopolítico nas últimas semanas (encerramento da Administração americana ou demissão do primeiro-ministro francês).

Como resultado de tudo isto, agora esperamos que a economia mundial cresça 3,1% este ano e no próximo (antes 2,9%), impulsionada por revisões em alta nos EUA (de 1,3% para 1,8% em 2025) e na China (de 4,2% para 4,6%), além de melhorias marginais na Zona Euro (de 1,2% para 1,3%), com um desempenho notável de Espanha (2,9% vs. os 2,4% previstos anteriormente). A narrativa que sustenta este bom desempenho da atividade e dos mercados nos últimos meses é que, uma vez estabilizado o risco tarifário, o ciclo de investimento (IA + defesa + habitação) pode assumir o papel de motor da atividade, após um longo período de estagnação desde a crise financeira de 2008. De facto, já vimos nos dados de atividade do 2T recuperações notáveis da formação bruta de capital fixo em países como Espanha e EUA, para o que poderá contribuir no futuro uma situação financeira muito favorável dos agentes privados, após o longo processo de desalavancagem da última década.

A esperança é que este novo ciclo de investimento possa promover o salto necessário na produtividade para compensar as inexoráveis tendências demográficas que a maioria dos países desenvolvidos enfrentará nas próximas décadas, permitindo revitalizar o crescimento potencial. O risco é o de uma bolha de investimento (como aconteceu em Espanha no início deste século) na parte relacionada com a IA. De facto, neste momento, a economia dos EUA continua a crescer de forma dinâmica graças ao imenso investimento neste domínio.

Neste contexto de mudança e disrupção, é normal que os bancos centrais estejam a retomar a antiga estratégia de gerir os riscos do cenário, em vez de utilizar regras discricionárias de atuação (Taylor, etc.). A começar pela Fed, cuja recente descida das taxas de juro, para além das pressões políticas, deve ser interpretada como uma cobertura face a um possível enfraquecimento adicional do mercado de trabalho que, segundo Powell, se encontra num «equilíbrio estranho», face ao ajustamento simultâneo em baixa tanto da oferta como da procura de trabalhadores (*low hire, low fire*). Isso reduziu significativamente a criação de emprego necessária para manter a taxa de desemprego inalterada. O problema é que a nova política migratória do Governo Trump pode levar o crescimento da população ativa de 1% em 2024 para 0,2%-0,3% em 2027 e, para essa restrição de oferta adicional, a política monetária tem dificuldade em responder. Assim, a partir de agora, a política monetária será muito mais flexível para responder às mudanças de um cenário económico sujeito a elevada volatilidade. Essa complexidade intrínseca do cenário introduz uma elevada incerteza sobre como podem evoluir as relações estruturais entre crescimento, emprego e inflação, o que explicaria o amplo leque de opiniões dos membros do Conselho da Fed (*dot plot*) sobre os níveis de taxas de juro neutras ou de equilíbrio a longo prazo (de 2,5% a 4%). Embora, nestes casos de visões divergentes, seja sempre necessário ter em conta a velha máxima de Churchill: «Se colocar dois economistas numa sala, obterá duas opiniões. A menos que um deles seja Lord Keynes, caso em que terá três».

José Ramón Díez