

Estabilidade Hegemónica em Tempos de Mudança

Saímos da conjuntura económica mundial há um mês com uma tarifa americana efetiva de 30% (3% antes do Dia L) e com a sensação de que só o comportamento dos mercados obrigacionistas foi capaz de trazer alguma sanidade às negociações comerciais, por vezes caóticas, com muitas frentes abertas para o governo americano. O momento e o desfecho do conflito comercial na primeira semana de junho refletem uma certa distensão das tensões, enquanto se aguarda a decisão final do Tribunal Comercial. Pelo caminho, os EUA chegaram a um acordo com o Reino Unido e assinaram uma trégua com a China para reduzir as tarifas recíprocas durante 90 dias. Tudo isto reduziu a tarifa média para 14,6% (cerca de 40% para a China e 10% para o resto do mundo), incluindo o mais recente aumento para 50% nas tarifas sobre o aço e o alumínio. Isto reflete um reajustamento da delicada estratégia da administração Trump de tentar assumir o mínimo de danos a curto prazo, ao mesmo tempo que procura um reequilíbrio benéfico para a economia americana a longo prazo.

Assim, perto do início do verão, encontramos tarifas sobre as importações americanas em níveis compatíveis com uma desaceleração ordenada da atividade global. No nosso cenário central, com uma tarifa média a rondar os 10%, o crescimento global situar-se-ia nos 2,9% (1,2% nas economias avançadas e 3,2% nas emergentes), com a UEM a avançar a taxas de 0,9% (2,4% em Espanha, 1,7% em Portugal), impulsionada pela queda dos preços da energia (cerca de 25% em euros até ao momento, este ano) e por uma política monetária que atingirá a zona neutra muito brevemente. O país mais negativamente afetado a curto prazo pelas hostilidades comerciais serão os próprios EUA, com uma combinação de crescimento e inflação em 2025 (1,3% e 2,9%, respetivamente) muito pior do que o esperado antes do anúncio dos aumentos das tarifas e perigosamente próxima da estagflação. Esta divergência na dinâmica cambial de ambos os lados do Atlântico, favorável à Europa pela primeira vez em muito tempo, continua a refletir-se no comportamento dos mercados financeiros, nos fluxos de poupança e na evolução da taxa de câmbio. O problema é que, após um período de quatro meses em que a economia global beneficiou do impulso que antecedeu o dia L pela antecipação das decisões de compra, o padrão da atividade global irá mudar acentuadamente nos meses centrais do ano. É difícil antecipar o efeito combinado do caos tarifário, da incerteza geopolítica, do aumento da inflação nos EUA e da forte desvalorização do dólar tanto nas decisões de consumidores e empresas como nos preços dos ativos financeiros.

Sobretudo quando temos um novo elefante na sala: a situação fiscal dos EUA em pleno processo de negociação orçamental, dados os atuais níveis de défice público (6,5% do PIB), de dívida pública (120% do PIB em termos brutos ou 96,5% em termos líquidos) e o elevado custo do serviço da dívida (3,8% do PIB). Estes indicadores fiscais são pouco compatíveis com a classificação mais elevada atribuída pela Moody's à dívida americana (AAA) antes da recente descida. Neste contexto, os rendimentos dos títulos a 10 anos (4,4%) e a 30 anos (4,95%) serão altamente sensíveis a um orçamento atualmente em negociação na Câmara dos Representantes, com alguns aspetos preocupantes, como a Secção 899, que poderá penalizar o investimento internacional. Isto deve-se especialmente à desconfiança percebida em relação ao dólar por parte de um bom número de investidores, embora as evidências sugiram que o movimento das últimas semanas seja mais uma questão de uma correção intensa (e algo desordenada) do que os primeiros sinais de uma mudança estrutural no seu papel tradicional como moeda de reserva, uma vez que o dólar ainda está a ser negociado 19% acima da sua taxa de câmbio real efetiva média dos últimos 20 anos. Mas, como Martin Wolf nos recordou recentemente, recorrendo à teoria da estabilidade hegemónica, o equilíbrio de uma economia mundial aberta depende da existência de uma potência económica capaz de fornecer bens públicos essenciais, mercados abertos ao comércio e uma moeda estável, para além de atuar como credor de última instância em caso de necessidade. Um papel que os EUA têm sido capazes de desempenhar desde 1945. A questão é saber se isto é compatível com a mudança estratégica da administração Trump, que parece procurar um regresso parcial ou total da principal potência mundial à reclusão. Isto deixaria a economia mundial sem este estabilizador económico, uma vez que a China não parece estar em condições de oferecer tal liderança a curto prazo. Portanto, com a geopolítica a ganhar destaque a cada minuto, o desenho da nova ordem económica mundial girará em torno da interação estratégica entre estas duas realidades económicas (EUA e China), que ameaçam sobrepor-se depois de terem seguido caminhos paralelos nas últimas décadas, das quais, no entanto, derivaram dinâmicas macroeconómicas concomitantes e, no fundo, mutuamente benéficas.

José Ramón Díez
Junho 2025