

O preço do novo equilíbrio económico

A economia internacional volta a transmitir uma sensação de calma tensa no início do último trimestre do ano. A combinação de preços do petróleo próximos de 100 dólares, perspectivas fiscais frágeis em países como a França e os EUA, elevadas necessidades de investimento, taxas de juro reais estruturalmente mais altas e expectativas de inflação mais sensíveis no curto prazo, configura um cenário de máxima exigência. É verdade que a atividade continua a demonstrar uma resiliência surpreendente diante da acumulação de perturbações do lado da oferta, mas o aperto das condições financeiras, provocado pela significativa subida da curva de taxas de juro, constitui um novo desafio para os próximos trimestres.

Neste contexto, os bancos centrais voltarão a assumir o protagonismo da política económica (algo pouco surpreendente), forçados a situar as taxas de juro em patamares mais restritivos para reequilibrar os desajustes entre oferta e procura e minimizar os riscos de efeitos de segunda ordem. Isso ocorre com a consciência de que pouco podem fazer diante do impacto direto na inflação causado por uma subida do preço do petróleo decorrente de restrições de oferta: nem a Fed nem o BCE conseguem produzir um barril adicional de petróleo ao subir as taxas de juro. O verdadeiro desafio começa quando a perturbação energética ameaça propagar-se para os restantes preços, alterar as expectativas e repercutir-se nos salários, nas margens das empresas e nos mecanismos de formação de preços. Neste sentido, o desafio será calibrar um endurecimento controlado das condições monetárias que permita proteger a meta de inflação sem penalizar desnecessariamente a atividade económica nem colocar em risco a estabilidade financeira.

Por enquanto, embora ainda seja cedo para ter uma visão clara, a taxa de sacrifício em termos de crescimento associada às subidas das taxas de juro deveria ser compatível com uma desaceleração da atividade, sem levar a uma recessão. Contribuiriam para isso a menor sensibilidade ao custo de financiamento de grande parte dos investimentos relacionados com a IA, a força do mercado de trabalho e a solidez dos balanços dos agentes privados. No entanto, essa capacidade de resistência encerra um paradoxo: se a economia reage menos ao aperto monetário porque os canais tradicionais de transmissão perderam força, os bancos centrais podem ver-se obrigados a manter as taxas mais elevadas por mais tempo para alcançar o mesmo efeito sobre a procura. Trata-se de um caminho particularmente estreito se, como começa a parecer provável, as taxas de juro de equilíbrio estiverem significativamente acima dos níveis da década anterior.

De facto, existem razões para acreditar que pode ser assim. As enormes necessidades de investimento ligadas à IA, à defesa, à transição energética ou às infraestruturas estão a aumentar a procura por capital. Se a poupança não aumentar no mesmo ritmo, o resultado deverá ser uma taxa de juro real de equilíbrio mais elevada. Dessa forma, o que ainda encaramos como uma anomalia (condicionados por uma década excecional de taxas próximas de zero ou até mesmo negativas) poderia ser, na verdade, a manifestação de uma nova normalidade. No curto prazo, a corrida de investimentos em centros de dados, semicondutores, produção de energia elétrica e redes aumenta simultaneamente a procura por capital e energia, o que pressiona em alta as taxas reais e complica o processo de desinflação. No médio prazo, porém, se esses investimentos gerarem os ganhos de produtividade esperados, a IA ampliará a capacidade de oferta da economia e terá efeitos desinflacionistas. O investimento ocorre hoje, a produtividade virá amanhã. A grande incógnita saber quanto tempo isso levará e com que intensidade irá ocorrer.

Assim, o tempo torna-se uma variável essencial, tanto para que os efeitos positivos da IA amadureçam quanto para absorver o novo choque de oferta. E é aí que reside um dos principais riscos do cenário atual: o de que os investidores comecem a questionar a possibilidade de uma «desinflação imaculada» – isto é, o retorno da inflação às metas dos bancos centrais com um custo muito reduzido em termos de crescimento e emprego. Nesse caso, também seria posta à prova a convivência aparentemente tranquila entre *yields* da dívida em ascensão e bolsas próximas de máximos históricos.

Em suma, talvez o debate não deva concentrar-se apenas em identificar o patamar de taxas de juro a partir do qual a instabilidade financeira pode aumentar, mas sim em determinar qual o nível de taxas que é compatível com o novo equilíbrio entre poupança e investimento, inflação e crescimento. Afinal, taxas de juro mais elevadas não precisam de representar apenas o custo de corrigir os desequilíbrios fiscais e monetários acumulados no passado. Podem ser também, pelo menos em parte, o preço a pagar para financiar as transformações do futuro. Um futuro no qual será necessário mobilizar enormes quantidades de capital num mundo, além disso, mais fragmentado do ponto de vista comercial, geopolítico e financeiro. Calibrar o preço desse novo equilíbrio económico será uma das principais tarefas dos mercados nos próximos meses. E, como ocorre em qualquer mudança de regime, nem todos estarão igualmente preparados para pagá-lo.

José Ramón Díez
Outubro 2026