

Incerteza e resiliência às portas do verão

Ultrapassados três meses do conflito no Médio Oriente, os efeitos do choque da oferta causados pela subida dos preços da energia tornar-se-ão gradualmente evidentes nos dados da inflação e do crescimento económico. A combinação da incerteza e resiliência que tem caracterizado a economia global nos últimos tempos forma um equilíbrio frágil, especialmente enquanto o risco geopolítico permanecer em níveis muito elevados. Esta realidade exige máxima flexibilidade, tanto nas estratégias de investimento quanto nas respostas da política económica. Da mesma forma, requer a recalibração dos cenários económicos para uma nova realidade com muito mais volatilidade nas variáveis económicas e financeiras. Tudo isso reflete o realinhamento estrutural da economia global, que persegue uma eficiência económica mais ampla, incluindo segurança e resiliência.

Por ora, dos três canais pelos quais o choque da oferta se propaga, o da energia foi ativado com grande intensidade, como demonstra o aumento generalizado da inflação, que já está a impactar de forma negativa o poder de compra das famílias. Esse aumento, juntamente com o aperto moderado das condições financeiras (substancialmente menor do que o ocorrido após a guerra na Ucrânia), arrefecerá o consumo privado nos meses centrais do ano e reduzirá os potenciais desequilíbrios macroeconómicos que a diferença entre oferta e procura pode causar.

A menos que ocorram novas surpresas negativas nos preços da energia, o efeito líquido sobre o crescimento seria moderado e concentrado nos trimestres intermediários do ano, tendo em consideração fatores que sustentam a atividade económica, como a robustez do mercado de trabalho, as expressivas taxas de poupança das famílias, os baixos níveis de endividamento do setor privado e a capacidade da política fiscal de compensar alguns dos efeitos negativos do choque da oferta. Tudo isso, no entanto, depende da rápida reabertura do Estreito de Ormuz, visto que o desequilíbrio entre oferta e procura nos mercados de energia está a ser abordado por meio de uma redução diária dos *stocks*. Caso a crise persista, isso poderá levar a problemas de distribuição em alguns segmentos de mercado durante os meses de verão.

Em termos numéricos, revimos em baixa a nossa previsão para crescimento económico global, de 3,3% para 3,0% em 2026, com reduções no crescimento da Zona Euro de 1,3%

para 0,7% (2,1% para 1,8% no caso de Portugal) e nos EUA de 2,6% para 2,1%. Para este exercício, utilizamos os preços médios do petróleo em 2026 (90 dólares por barril) e 2027 (80 dólares por barril), em linha com o que os mercados futuros estão a descontar. Isso implica um retorno gradual à normalidade nos mercados de energia nos próximos trimestres, embora com os preços de equilíbrio do crude quase 20 dólares acima do que antes do conflito e uma menor reserva de *stocks*. Caso esses pressupostos se materializem, o crescimento poderá voltar à zona potencial no final de 2026 e a inflação poderá retomar a sua trajetória rumo às metas dos bancos centrais em 2027, após o significativo aumento deste ano (prevemos 3,1% na UEM e 3,5% nos EUA).

Por ora, enquanto aguardamos os dados do crescimento económico do 2T, já são visíveis alguns sinais de desaceleração, no entanto estes estão a ser parcialmente compensados por compras em antecipação a possíveis interrupções nas cadeias de abastecimento e a futuros aumentos de preços. A informação mais valiosa vem dos dados referentes à inflação, onde na Zona Euro a subida da inflação global para 3,2% foi acompanhada por um aumento da inflação subjacente para 2,5%, em grande parte explicado pela aceleração da inflação de serviços (+0,5 p. p., para 3,5%), o nível mais alto em mais de um ano. Agora é a vez dos bancos centrais e, seguindo o velho ditado de que «mais vale prevenir do que remediar», é provável que vejamos aumentos moderados das taxas de juro nos próximos meses para conter os riscos de efeitos de segunda ordem e o seu potencial impacto nas expectativas de inflação. Na Europa, num cenário de efeitos inflacionários diretos significativos (mas não severos) e propagação limitada para o resto do cabaz, um aumento total de 50 p. b., começando em junho com 25 p. b., poderia ser suficiente. Portanto, quando estiver a ler isto, as taxas de juro oficiais na Europa provavelmente já se terão situado nos 2,25%. A situação é mais complexa para a Fed, não apenas pelas complicações introduzidas por um mandato duplo (focado na inflação e no emprego) durante um choque da oferta, mas também pela falta de clareza em relação à mudança estratégica que o novo presidente (Kevin Warsh) pretende implementar, visto que, em tempos de crise, é imprudente fazer mudanças. Além disso, a credibilidade monetária e cambial geralmente leva muito tempo para ser construída, mas pouco tempo para ser derrubada.

José Ramón Díez