

## À procura do equilíbrio perdido

Mais de dois meses após o início da guerra na Ucrânia, a sensação é que os cenários económicos permanecem em aberto, sujeitos ao elevado nível de incerteza que continua a existir relativamente à evolução da guerra e às suas implicações económicas, ao efeito dos encerramentos parciais de atividade na China causados pela política Covid-zero, bem como às implicações do aperto geral das condições financeiras. A interação das dinâmicas (e desequilíbrios) que têm vindo a arrastar-se desde o início da pandemia com a nova realidade de crescente instabilidade geopolítica e aumento das taxas de juro, criam um novo e desafiante cenário ao qual as famílias, empresas e governos terão de adaptar as suas decisões. Sobretudo, devido à emergência de uma nova ameaça para toda uma geração: a inflação, com a qual já vivemos no dia-a-dia, após décadas sem que esta se manifestasse com a intensidade atual.

Não será fácil para a política económica proteger os rendimentos dos agentes mais vulneráveis, distribuir equitativamente a perda de atividade gerada por um choque de oferta, permitir que os preços enviem os sinais certos para reequilibrar os mercados mais afetados pela guerra e, ao mesmo tempo, normalizar os níveis das taxas de juro a partir de uma zona extremamente expansionista. Ou, pelo menos, não o será sem causar um arrefecimento intenso da atividade em economias altamente endividadas. Com a dificuldade adicional de tomar decisões sem total visibilidade sobre a evolução das sucessivas rondas de sanções contra a Rússia e os seus potenciais efeitos nos mercados energéticos. Na enésima encruzilhada enfrentada pelos decisores políticos nos últimos anos, o preço a pagar por uma resposta adequada aos atuais desafios (políticos e económicos) pode ser um crescimento estagnado durante dois ou três trimestres, mas em troca a ameaça de consolidação de um processo estagflacionário, cuja digestão requer normalmente sacrifícios muito maiores a médio prazo, seria minimizada. Com a necessidade de manter a coordenação nas respostas de política económica num mundo em risco de fragmentação em blocos geopolíticos, para limitar os riscos de instabilidade financeira e de desalinhamentos das taxas de câmbio.

A dificuldade reside no facto de ainda estarmos a operar num cenário muito volátil, com muito ruído e poucos sinais sólidos. O diagnóstico dos efeitos de tudo o que aconteceu nos últimos meses na atividade é ainda muito parcial, uma vez que só temos dados de crescimento para o primeiro trimestre e os sinais dos inquéritos aos agentes não são muito conclusivos. Em geral, os consumidores são mais cautelosos do que os empresários e, entre estes últimos, os gestores dos sectores da indústria parecem estar mais preocupados do que os do sector dos serviços. Embora todos estes sinais sejam consistentes com uma economia ainda numa zona de crescimento positivo. A chave, como quase sempre, será o comportamento da despesa privada, que se moverá entre os efeitos negativos da inflação sobre o poder de compra dos agentes e a existência de poupanças acumuladas nos últimos dois anos que podem ser mobilizadas e servir de contraponto. De momento, a única certeza é que a inflação tem continuado a subir mês após mês, tornando-se o principal risco no cenário. O parco consolo é que deveremos estar muito perto dos máximos na maior parte dos países da OCDE, enquanto que o preocupante são as tensões que as leituras subjacentes começam a mostrar (especialmente nos EUA) e a sua transferência para as expectativas de inflação a longo prazo que começam a estar mais próximas dos 3% do que 2% em ambos os lados do Atlântico, o que explicaria a mudança abrupta na política de comunicação dos bancos centrais.

Neste contexto, a principal novidade do cenário é o forte aumento da rentabilidade nominal exigida pelos investidores ao longo de toda a curva das taxas de juro para compensar os riscos inflacionistas. Por enquanto, a notícia positiva é que as taxas de juro reais continuam a comportar-se de forma muito branda, refletindo um voto de confiança dos investidores que os bancos centrais terão de apoiar, afastando-se da situação “atrás da curva”, o que implicará pelo menos estar na zona de taxas de juro neutras durante os próximos 18 meses. Por conseguinte, é de esperar um ritmo mais agressivo de normalização da política monetária, com as taxas de juro diretoras a atingirem um objetivo próximo dos 3% nos EUA e de 1,5% na UEM. Estes níveis têm um impacto potencial moderado na estabilidade financeira e no crescimento, especialmente se forem suficientes para ancorar as expectativas de inflação em 2%, embora contrastem com as condições financeiras a que estivemos habituados na última década (Euribor média de 12 meses de 0,05%). Em suma, nos próximos meses continuaremos a avançar num ciclo económico turbulento caracterizado por realinhamentos geopolíticos, perturbações persistentes nas cadeias de abastecimento, volatilidade nos mercados financeiros e bancos centrais a tentar recuperar o tempo perdido.