

Tempos de mudança para a política económica

O cenário económico global continua a enfrentar os efeitos de um triplo «choque» na oferta mundial (estrangulamentos, danos da guerra e política Covid-zero) que mantém os preços das matérias-primas pressionados, deteriora a confiança dos agentes económicos e desencadeou sinais de alerta nos mercados financeiros com um aumento da volatilidade e fortes correções nas cotações. Apesar de tudo isto e da escassa informação publicada no segundo trimestre, parece que a atividade se mantém em território positivo graças ao bom desempenho do sector dos serviços, à solidez que o mercado de trabalho continua a mostrar num bom número de países e ao excesso de poupança acumulada nos últimos dois anos. A incerteza continua a pesar no clima dos investidores e dos consumidores, mas o ciclo de atividade mostra uma elevada resiliência, embora haja muito jogo para jogar antes do final do ano.

Neste contexto, os bancos centrais estão já a acelerar o endurecimento das condições financeiras, tentando eliminar as pressões do lado da procura, pelo menos enquanto a oferta se mantiver sujeita a todo o tipo de obstáculos. As subidas das taxas de juro têm sido generalizadas (com exceções como o caso do Japão), tentando minimizar o risco de efeitos de segunda ordem que se intensificam com a aproximação das leituras da inflação subjacente aos 5% e, mesmo acima, no caso dos EUA. Não é fácil antecipar o comportamento da dinâmica dos preços num cenário tão atípico, com tantos «choques» a interagir ao mesmo tempo. O arrefecimento da atividade e os efeitos de base sobre os preços esperados até ao final deste ano podem reduzir significativamente o fosso para as metas dos bancos centrais. Mas provavelmente não será suficiente e, em todo o caso, o risco é assimétrico, uma vez que não será fácil distribuir equitativamente entre os agentes (política de rendimentos) uma deterioração tão marcada do rendimento disponível como o que já está a ocorrer.

Por conseguinte, a elevada incerteza que continua a caracterizar o cenário económico afetará especialmente a política monetária, que tanto pode passar como ficar aquém quando se trata de abordar um contexto tão complexo, sobretudo tendo em conta os desfasamentos com que atua. No entanto, é evidente que, a curto prazo, não é fácil para a política monetária restabelecer o equilíbrio entre a oferta e a procura. Em todo o caso, a mudança monetária que se tem verificado desde o início do ano foi essencial para manter as expectativas de preços dos agentes ancoradas, num contexto de contínuas surpresas negativas na inflação. Neste contexto, a principal novidade das últimas

semanas é a alteração da estratégia do BCE que, ao antecipar aumentos de taxas nas reuniões de julho e setembro, reflete que o equilíbrio de riscos começou a constituir uma clara ameaça ao seu objetivo de inflação a médio prazo. Esta postura serviu para travar a deterioração que o preço do euro face ao dólar estava a sentir, aproximando-se da paridade. Num mundo sujeito a transformações de todos os tipos e em que, não há muito tempo, houve a ameaça de uma guerra cambial, parece que os bancos centrais estão mais uma vez a ter em conta a força das taxas de câmbio, tanto pelo efeito positivo sobre a inflação, como pela confiança que transmite aos investidores muito penalizados desde o início do ano pelas correções vividas tanto nos mercados obrigacionistas como nos mercados de ações, anulando a imunização das estratégias tradicionais de diversificação de carteiras.

Com a política monetária a dirigir-se, pelo menos, para uma zona neutra, o que pode significar níveis de taxa de juro no intervalo de 2,75%-3% nos EUA e de 1,25%-1,75% na Europa, a grande questão é o papel que o lado fiscal pode e deve desempenhar e, portanto, se a resposta da política económica será ou não equilibrada. Após a resposta inicial lógica ao choque energético causado pela guerra, as políticas orçamentais parecem estar em terra de ninguém, entre os efeitos dos pacotes orçamentais aprovados há dois anos, as dúvidas sobre os próximos passos a serem dados a curto prazo e o receio do risco de fragmentação. Algo lógico, tendo em conta que o processo de normalização monetária implicará uma mudança nas regras do jogo e uma maior atenção dos investidores à solvabilidade fiscal, como já estamos a assistir com o aumento do prémio de risco dos países periféricos, com destaque para o italiano. Da mesma forma, embora a aplicação do Pacto de Estabilidade na Europa permaneça suspensa no próximo ano, a recomendação é o regresso a uma política orçamental neutra (com a despesa a crescer menos do que o crescimento potencial) enquanto são delineadas as novas regras que entrarão em vigor em 2024. Em todo o caso, manter um tom orçamental marcadamente expansionista num contexto como o atual limitaria a eficácia da política monetária para atacar o problema inflacionista. E a experiência histórica diz-nos que é bom que as políticas monetárias e fiscais andem de mãos dadas.