

Entrada na zona de turbulência

O agravamento das condições financeiras causado pelos movimentos dos bancos centrais nas últimas semanas, a elevada incerteza associada a um cenário da energia com pouca visibilidade, o aumento da instabilidade financeira e os primeiros sinais de arrefecimento no consumo antecipam os obstáculos que o ciclo económico terá de enfrentar nos próximos trimestres, especialmente na área do euro. A brusca reviravolta monetária desde o Verão reflete que enfrentar as pressões inflacionistas exigirá mais do que apenas colocar as taxas de juro na zona neutral e isto, especialmente na Europa, implica uma mudança importante nos pressupostos iniciais dos cenários económicos que, somados às tensões no mercado do gás, tornam necessária uma reavaliação das previsões. No nosso caso, revimos em baixa (–1,5 p. p.) a previsão de crescimento médio na zona euro de 2023 para 0,2% (0,5% Portugal) e em alta (+1,4 p. p.) a previsão da inflação para 5,1% (5,7% Portugal). Este agravamento do binómio crescimento-inflação reflete meramente a persistência de elevados desequilíbrios entre oferta e procura, cuja regularização está a demorar mais tempo do que o esperado. A notícia positiva é que a diferença deve estar a diminuir graças ao arrefecimento da procura causado pela subida das taxas de juro e pela eliminação gradual dos estrangulamentos que já se começa a detetar, o que deverá levar a uma melhoria do comportamento dos preços e recuperação do poder de compra dos agentes económicos a partir da Primavera. Especialmente se, como parece ser o caso, esta fase de arrefecimento ocorrer sem um custo significativo em termos de emprego e as medidas de política económica evitarem qualquer tipo de contágio ao canal financeiro.

A este respeito, será essencial manter o equilíbrio entre a política monetária e fiscal e estar ciente de que os mercados financeiros funcionarão num regime de elevada volatilidade e incerteza nos próximos meses, um terreno perfeito para episódios de crescente instabilidade financeira, tal como o recente no Reino Unido. O anúncio de um mini-pacote fiscal com grandes cortes de impostos (45 mil milhões de libras esterlinas) num contexto de aumentos significativos da despesa pública para suavizar a fatura energética provocou uma correção intensa nos mercados da dívida pública e no preço da libra esterlina, mais típica de uma economia emergente do que de um mercado tão líquido e profundo como o britânico. Apenas a intervenção do Banco de Inglaterra, anunciando um programa pontual de compra de obrigações e o recuo do governo britânico na parte mais controversa das medidas, conseguiu acalmar as águas. Mais uma vez é evidente que é fácil perder credibilidade, especialmente no início do mandato de um governo, e o custo é recorrentemente muito significativo em termos de prémio de risco. Isto pode ser um aviso para o novo governo a ser formado em Itália.

Em suma, com as sensibilidades dos investidores em alta, este não parece ser um bom momento para a parte fiscal colocar entraves nos trabalhos do exigente processo que os bancos centrais estão a enfrentar, especialmente quando os programas de compra das autoridades monetárias estão a ser reduzidos e variáveis como o défice público estrutural vão regressar ao radar dos mercados financeiros. Desta forma, a fase do «café para todos» e «fazer com o orçamento o que é preciso, mas guardem os recibos» (FMI dixit) dará lugar à utilização de medidas cirúrgicas fiscais para ajudar os sectores e agentes mais vulneráveis face à alteração das condições financeiras e energéticas, mas sem comprometer os equilíbrios orçamentais a médio e longo prazo. Estamos a entrar na zona de turbulência, onde a volatilidade e a incerteza estão a aumentar, a estabilidade macroeconómica está de novo em foco e erros dos pilotos são muitas vezes dispendiosos. É nestas circunstâncias que a solidez de estar sob o guarda-chuva do euro se torna muito evidente.