

Previsões numa economia instável

Os últimos anos têm sido uma humilde cura para os exercícios de previsão económica. Tanto as distorções provocadas no comportamento de variáveis como o crescimento ou a inflação devido à acumulação de «choques» de natureza muito diversa, como a necessidade de calibrar cenários económicos com hipóteses sobre a evolução da pandemia ou os efeitos do conflito armado no comportamento dos preços das matérias-primas, aumentaram a incerteza das previsões. Num curto período de tempo, os economistas tiveram de atualizar os seus conhecimentos sobre os mercados da energia, fazer um curso intensivo sobre os efeitos económicos das doenças epidémicas ou voltar a colocar o risco geopolítico no radar enquanto tentavam compreender a natureza e as consequências dos desfasamentos entre a oferta e a procura a nível mundial. Pelo caminho, foram subestimadas a intensidade e duração do episódio inflacionista que teve origem no início de 2021 e a resiliência do ciclo económico a todo o tipo de choques e, portanto, a flexibilidade das famílias e das empresas para ultrapassar os sucessivos obstáculos que têm vindo a surgir no horizonte. Esta adaptabilidade das economias modernas, bem como os ventos favoráveis de políticas monetárias e orçamentais extraordinariamente expansionistas, explicariam um desempenho económico muito melhor do que o esperado nos últimos tempos.

Estes sinais ainda estão presentes perto do final do primeiro semestre, uma vez que a economia internacional mantém uma velocidade de cruzeiro aceitável, embora com divergências entre países e setores de atividade. Embora as leituras da inflação global continuem a melhorar e permaneçam dúvidas quanto ao desempenho dos preços a médio prazo, as indicações de descidas nas medidas tendenciais da inflação são inconclusivas (especialmente nas rubricas de alimentação e serviços), o que dá pouca visibilidade no final do processo de subida das taxas de juro. A notícia positiva é que por detrás deste comportamento das principais variáveis económicas subjaz a correção de boa parte dos desequilíbrios entre a oferta e a procura globais, refletindo que os canais de transmissão da política económica continuam a funcionar e que se conseguiu eliminar os estrangulamentos que distorciam a produção. Mas a sensação é de que o ajustamento ainda está incompleto, quando mais cedo ou mais tarde se manifestarem os primeiros efeitos da procura de autonomia estratégica («*de-risking*»).

Neste contexto, com a primeira fonte de instabilidade financeira aparentemente debelada, verifica-se uma revisão em alta das previsões de crescimento para este ano, refletindo a queda dos preços das matérias-primas desde o verão, as surpresas positivas nos dados de atividade de inverno, o bom desempenho do mercado de trabalho e a melhoria das expectativas dos agentes. No nosso caso, aumentámos as nossas previsões para a atividade na área do euro para 2023 (0,9% *versus* 0,5%), Portugal (2,5% *versus* 1,0%) e EUA (1,2% *versus* 0,9%), embora em todos os casos tenhamos reduzido moderadamente as nossas previsões para 2024, tendo em conta o efeito desfasado do aumento acumulado das taxas de juro.

Precisamente, uma vez esclarecido o cenário energético, os riscos nas projeções centrais são os efeitos do aperto monetário sobre a estabilidade financeira, o comportamento das componentes mais persistentes da inflação (inflação subjacente) e a perda do poder de compra das famílias, à medida que a poupança acumulada durante a pandemia desaparece. Basicamente, com uma política orçamental que deve evoluir para a neutralidade, a chave será a forma como os bancos centrais gerem o seu duplo mandato (estabilidade financeira *versus* estabilidade económica), minimizando simultaneamente o risco de acidentes financeiros. Embora a principal surpresa negativa dos últimos meses sejam as dificuldades que o setor manufatureiro está a ter para sair de uma letargia generalizada, algo que está a afetar o comércio mundial e está a refletir-se na evolução da atividade em países como a Alemanha, onde o crescimento foi negativo em três dos últimos quatro trimestres. Com impacto ao longo do tempo com uma adaptação da política industrial a novos desafios geoestratégicos, uma tendência liderada pelos EUA com a aprovação do IRA (Inflation Reduction Act), que constitui um «antes e depois» para o quadro das relações económicas Transatlânticas. Em suma, o equilíbrio da economia internacional, embora com bons desenvolvimentos nos últimos meses, continuará a mover-se num equilíbrio instável no período das previsões.

José Ramón Díez