

Depois da tempestade vem a bonança

Passados 100 dias depois de Donald Trump ter assumido a presidência dos Estados Unidos e cinco semanas depois do anúncio dos aumentos das tarifas, a economia e os mercados financeiros vivem uma sensação de calma tensa, aguardando o resultado das negociações entre os principais blocos comerciais. Nada foi definitivamente quebrado, mas a deterioração da confiança entre os intervenientes na economia, os investidores e até os aliados políticos tradicionais foi significativa. Na economia, como em tantos outros aspetos da vida, há danos que podem ser reparados e outros que são mais difíceis de reparar, sobretudo quando a certeza e a previsibilidade desaparecem. Para além da esperança que pode surgir de recuperações temporárias nos preços dos ativos financeiros, convém não esquecer que, hoje, a taxa alfandegária efetiva dos EUA se mantém nos 23% (3% antes do «Dia L»). Portanto, com a economia a entrar numa nova era, como o FMI observou na sua mais recente reunião semestral, o risco de mudanças no paradigma económico das últimas décadas continua na ordem do dia, impactando potencialmente variáveis económicas e financeiras, bem como questões tão importantes como o papel do dólar como moeda de reserva global.

Para já, os dados de crescimento do 1T, embora de pouca utilidade para extrapolar as tendências futuras, refletem que a economia global continuou a mostrar força e resiliência antes da tempestade, apesar da dificuldade de filtrar as distorções causadas pelas decisões antecipatórias dos agentes. Nos EUA, o aumento das importações antes de 2 de abril (+9% em relação ao trimestre anterior) levou a uma ligeira queda do PIB de janeiro a março (-0,1% em relação ao trimestre anterior), o que pode ser revertido no 2T, enquanto as surpresas positivas de crescimento na zona euro (0,4%), China (1,2%) e Taiwan (2,4%) refletem o outro lado da moeda nos fluxos comerciais. No geral, a economia global teria permanecido numa zona de aterragem ordenada de janeiro a março, crescendo cerca de 2,7% em comparação com 3,2% em 2024. Mas, a partir de agora, entrámos em território desconhecido, aguardando a intensidade do ajustamento no comércio nos meses intermédios do ano, bem como os efeitos da incerteza nas decisões dos consumidores e das empresas. Embora também seja verdade que a queda acentuada do preço do petróleo (-17%) e do gás natural (-30%) desde janeiro irá contraba-

lançar o ajustamento descendente no crescimento de um bom número de países. E a forte desvalorização do dólar alarga o grau de liberdade da política económica fora dos EUA para responder a novos choques, sobretudo nos países emergentes.

Portanto, o que já sabemos é que a desaceleração global será mais intensa do que pensávamos há alguns meses, que o risco de estagflação nos EUA não é negligenciável e que a assimetria na natureza do choque causado pela guerra tarifária (oferta nos EUA e procura no resto do mundo) levará a diferentes respostas de política económica em cada região, especialmente no lado monetário. Se o equilíbrio final for um cenário em que os acordos comerciais são alcançados e a tarifa média americana é reduzida para o intervalo de 10% a 15%, poderemos estar na hipótese central do FMI, com um crescimento global fraco (2,8%), mas evitando uma recessão global. Poderão também surgir cenários mais negativos, com uma deterioração significativa das relações comerciais, levando a uma desaceleração económica mais acentuada, a quedas nos mercados financeiros e a uma resposta mais contundente dos governos e dos bancos centrais para conter os riscos sistémicos. De qualquer modo, o principal será o resultado final das negociações entre a China e os EUA, pois afetará as cadeias de valor, os fluxos de poupança internacionais e obrigará outros países, especialmente as economias conectadas (Vietname, México, etc.), a otimizar as suas relações comerciais com ambas as potências económicas para defenderem as suas vantagens competitivas. Neste contexto, os indicadores para medir a temperatura das negociações e, se necessário, arrefecer as estratégias de negociação agressivas da administração americana serão a evolução do rendimento dos títulos americanos a 10 anos (com 5% como nível-chave) e o desempenho do dólar. Trump pode ganhar a maioria das batalhas, exceto nos mercados financeiros. Da mesma forma, o comportamento da inflação nos EUA também será fundamental, uma vez que as eleições intercalares estão a chegar. Muitos pólos de risco estão abertos a uma economia global que terá de continuar a lidar com riscos geopolíticos (com o conflito entre a Índia e o Paquistão como um novo pólo de incerteza) sentada sobre uma montanha de dívidas não desprezável (324 biliões de dólares ou 325% do PIB global).