

## Realidade ou ficção? A resposta está nos dados

Está cada vez mais difícil ignorar o ruído gerado pelo contexto geopolítico e concentrar-se no sinal proveniente dos dados macroeconómicos. A sensação de vulnerabilidade é intensificada pela imprevisibilidade quanto ao ritmo de mudança na antiga ordem internacional. Este ponto confirma-se numa breve análise do primeiro mês do ano, que testemunhou o início de um processo de transição na Venezuela, a assinatura do acordo com o Mercosul e de um acordo de livre comércio celebrado entre a Índia e a Europa, tensões em ambos os lados do Atlântico sobre a soberania da Gronelândia e um novo episódio de crise entre os EUA e o Irão. Como Mark Carney nos lembrou em Davos, o mundo está a atravessar um processo de rutura que não demonstra sinais de ocorrer sob a forma de uma transição ordenada, em que a escolha se resume em «estar à mesa ou no cardápio», e a nostalgia pelo passado não é uma estratégia viável. Assim, no ambiente turbulento em que vivemos, torna-se cada vez mais difícil separar a realidade da ficção, e parece que os dados económicos divulgados perdem valor, pois representam um retrato de um contexto económico que pode ter mudado em poucas semanas.

Contudo, nos últimos anos, os dados têm consistentemente apontado para a resiliência da economia global face a choques de diversas naturezas. Essa tendência é ainda mais evidente com a divulgação dos dados relativos ao final de 2025, que mostram uma economia global com taxas de crescimento próximas do seu potencial, inflação a aproximar-se das metas dos bancos centrais depois das tensões pós-pandemia e, como um novo desenvolvimento, uma recuperação da produtividade nos EUA que parece estar a compensar o equilíbrio atípico do mercado de trabalho (contratações e despedimentos limitados). Portanto, mantém-se o tom positivo no processo de aterragem, enquanto os efeitos das duas forças opostas que moldarão a nova realidade económica futura – fragmentação/geopolítica *versus* inteligência artificial – continuam a manifestar-se.

Entretanto, assim como os sinólogos tentam decifrar o que está por trás de qualquer mudança na hierarquia político-militar da China (no jargão, «ler as folhas de chá»), os analistas macroeconómicos tentam selecionar os indicadores que possam antecipar mudanças na tensa calma que

caracteriza o cenário económico e financeiro. E, embora alguns desses indicadores (como as expectativas para a inflação) não refletem tensões futuras no equilíbrio entre oferta e procura globais, a incerteza geopolítica começa a gerar aversão ao risco, afetando particularmente os mercados de *commodities* e as moedas. Nesse contexto, a possibilidade de uma repetição dos «momentos Truss» não pode ser descartada – momentos em que uma perda repentina de credibilidade fiscal desencadeia uma reação desordenada do mercado, com efeitos marcantes sobre a moeda e as *yields* de longo prazo da dívida soberana. O exemplo mais recente de tal episódio foi o Japão, onde a decisão da primeira-ministra de convocar eleições antecipadas e anunciar um plano de expansão fiscal reacendeu as preocupações dos investidores com o equilíbrio orçamental, elevando as *yields* de longo prazo dos títulos do Tesouro para níveis recordes (a *yield* dos títulos com maturidade de 40 anos ultrapassou 4% pela primeira vez). Essa medida foi acompanhada por uma forte desvalorização do iene, alimentando rumores de uma possível intervenção conjunta do Ministério das Finanças japonês e do Tesouro dos EUA no mercado cambial.

Tudo isto acontece justamente quando a relação entre os mercados de *commodities*, as moedas e as tensões geopolíticas se tornaram parte fundamental da arquitetura central da nova ordem económica global. Com o dólar como protagonista e barómetro central de toda esta nova dinâmica, as dúvidas sobre as intenções do novo governo americano em relação à moeda americana levaram a mudanças estruturais nas carteiras de investimento globais ao longo do último ano, com os metais preciosos a serem cada vez mais valorizados como ativos de refúgio. Neste contexto, a sensibilidade dos preços do ouro e da prata às variações do valor do dólar tem aumentado, como evidenciado pela forte correção ocorrida a 30 de janeiro ( $-10\%$  para o ouro e  $-30\%$  para a prata), quando o anúncio do candidato oficial à presidência da Fed (Kevin Warsh), o mais ortodoxo dos indicados, desencadeou uma valorização significativa do dólar. Ao procurarmos sinais, é no dólar (a ligação entre *commodities*, risco geopolítico e níveis de incerteza) que devemos concentrar a nossa atenção nos próximos meses.

José Ramón Díez