

Novas realidades, velhos riscos

O verão passou com a sensação de que o impacto inicial causado pelas decisões de política económica da administração Trump foi menor do que o inicialmente esperado. Uma vez compensados os efeitos da «antecipação» dos aumentos das tarifas no início do ano, o panorama da atividade reflete um ciclo de crescimento global que se mantém em fase de aterragem ordenada e, portanto, longe de cenários recessivos. A notável resiliência dos EUA, da China e da Índia está a compensar a fraqueza da Zona Euro, permitindo que o crescimento mundial mantenha uma velocidade de cruzeiro próxima dos 3%, como reflete o PMI global de agosto, em máximos de 15 meses. É verdade que a tarifa média dos EUA será muito superior à existente no início do ano (17% contra 2,5%) e que os níveis aplicados a alguns países (Brasil, Suíça ou Índia) terão um impacto negativo no crescimento. Também falta fechar o acordo com a China, enquanto os tribunais americanos decidem sobre os recursos legais utilizados pelo executivo para justificar os aumentos das tarifas. Mas, por enquanto, os efeitos sobre o crescimento estão a ser moderados e, tendo sido definido o novo mapa tarifário, o impacto potencial da incerteza nas decisões dos agentes económicos foi reduzido, uma vez descartado o risco de uma guerra comercial.

No que diz respeito à inflação, na ausência de retaliação, o impacto é transmitido de forma gradual e, mesmo nos EUA, os dados do segundo trimestre refletem que as empresas estão a assumir uma parte importante do aumento das tarifas, sem um impacto significativo nos lucros. Esta combinação de crescimento e inflação permitirá que continue o movimento generalizado de relaxamento monetário global para uma zona neutra (-100 pontos base nos últimos doze meses), ao qual a FED poderá juntar-se em breve para compensar os primeiros sinais de enfraquecimento no mercado de trabalho. A situação na encruzilhada do banco central americano contrasta com a tranquilidade que transparece das últimas mensagens do BCE em relação ao nível atual das taxas de juro, uma vez estabilizada a inflação perto dos 2%.

Nesta conjuntura, os canais de transmissão da política monetária podem ser afetados pelas novas tensões nos mercados obrigacionistas que afetam os suspeitos habituais (França, Reino Unido e Japão) e também os Estados Unidos. Isto reflete uma preocupação com a sustentabilidade fiscal, a independência da Fed, além de certos desequilíbrios entre a oferta e a procura do mercado, especialmente nos prazos mais longos da curva. O título americano a 30 anos, uma referência fundamental, voltou a situar-se na zona dos 5% e, na Europa, consolidou-se o realinhamento dos prémios de risco, com o francês (80 p. b.) mais próximo do italiano (87 p. b.) do que o espanhol (60 p. b.) ou o português (42 p. b.) e com a yield do título britânico a 30 anos nos máximos deste século (5,6%). No fundo, pairam dúvidas sobre o espaço fiscal num bom número de países da OCDE para enfrentar os desafios do novo cenário geopolítico, as necessidades do processo de transição energética e os efeitos a médio prazo de uma demografia cujas tendências costumam ser dificilmente reversíveis no curto prazo (ver «Dossier sobre demografia» neste mesmo *Relatório Mensal*). Assim como as desconfianças sobre como o problema da sustentabilidade fiscal pode contagiar uma política monetária que se tem movido na corda bamba na última década, obrigada a testar ferramentas não convencionais, ao assumir responsabilidades que não lhe cabiam. Isso valoriza ainda mais a autonomia dos bancos centrais.

Desta forma, o foco de atenção dos mercados passará, até ao final do ano, da frente comercial para a orçamental, dependendo da consolidação da narrativa de que o impacto do investimento em IA (as últimas estimativas apontam para 4/7 biliões de dólares até 2030) sobre a produtividade e, portanto, no crescimento potencial, pode compensar as distorções na oferta global que o novo cenário geopolítico irá acarretar. De qualquer forma, estamos a falar dos primeiros sinais do processo de transformação em que a economia mundial está imersa e que irá pôr à prova, no futuro mais imediato, desde as relações comerciais entre os grandes blocos económicos até à solidez das instituições que geraram bem-estar nas últimas décadas, a começar pela independência dos bancos centrais ou dos organismos reguladores. Coisas que costumamos recordar com saudade quando já é difícil recuperá-las, algo que, como em outras facetas importantes da vida e, parafraseando Quevedo, geralmente se aprende tarde e com dor.

José Ramón Díez
Setembro 2025