

Os tempos estão a mudar

O potencial disruptivo das mudanças em curso na ordem geopolítica e comercial ultrapassa a capacidade de previsão dos modelos económicos e dificulta a tomada de decisões por parte dos agentes económicos. O mundo era mais simples para os economistas e para os mercados quando a inflação, os movimentos dos bancos centrais ou as variáveis orçamentais eram os catalisadores das decisões de investimento, consumo e poupança. Agora que a geopolítica e as políticas comerciais assumem um papel central, a dificuldade de interiorizar, quantificar e traduzir em cenários económicos e financeiros os desenvolvimentos diários em ambas as esferas aumenta exponencialmente. Só nas últimas semanas, assistimos, em direto e em tempo real, ao agravamento das relações entre os EUA e a Ucrânia (com o congelamento da ajuda militar e dos serviços secretos), à resposta da UE com um programa de despesas de defesa impensável há apenas alguns meses (800.000 milhões de euros), à reforma do travão da dívida na Alemanha, impulsionada pelo novo Governo de coligação (juntamente com um programa de despesas em infraestruturas no valor de 500.000 milhões de euros) e a uma escalada da guerra comercial, com as tarifas a avançarem a uma velocidade que torna difícil antecipar qual será o ponto final quando tudo terminar. Neste momento, o minuto e o resultado levar-nos-iam a uma tarifa média efetiva aplicada pelos EUA de quase 10%, triplicando os níveis pré-Trump para os mais elevados desde 1943. Assim, o velho adágio de que cada época faz as perguntas a que pode responder foi completamente ultrapassado após os primeiros 50 dias de uma Administração dos EUA que procura redefinir o papel da principal potência económica mundial, com uma estratégia que está claramente aberta a melhorias.

A conexão dos choques da oferta e da procura associados aos anúncios das últimas semanas alterará os equilíbrios do crescimento e da inflação, com a variável das expectativas a modular os efeitos que se irão manifestar através dos canais comerciais e financeiros. O maior risco é o agravamento das divergências regionais e sectoriais e o aumento da volatilidade dos mercados financeiros, que poderá desencadear episódios de instabilidade. Neste contexto, tanto os agentes económicos como os mercados estão a responder de forma ponderada aos choques, embora a curto prazo continuemos a assistir a algum ruído nos dados económicos, tanto na antecipação das decisões dos exportadores e importadores e dos seus efeitos nas existências como na reconsideração dos projetos de investimento (a incerteza é muitas vezes uma má companheira para o planeamento). A chave é que as tensões comerciais sejam

contidas e, acima de tudo, que o novo quadro comercial seja fixado rapidamente para reduzir o potencial perturbador da desconfiança.

De momento, apenas se começa a notar uma ligeira deterioração nos inquéritos nos EUA, devido a um declínio da confiança dos consumidores que já se refletiu numa queda das vendas a retalho em janeiro e num aumento das expectativas de inflação; para além de um aumento do défice comercial de quase 25% no primeiro mês do ano devido a um aumento das importações antes do estabelecimento de tarifas. Tudo isto antecipa um arrefecimento da atividade no 1T. Nada que não possa ser invertido nos próximos meses, mas um sinal dos riscos inerentes a uma mudança desordenada das regras do jogo, quer nas relações comerciais, quer no funcionamento da Administração Pública. Nos mercados financeiros, num clima de calma tensa, também não se registaram mudanças significativas de tendência desde o início do ano, para além de uma redução lógica do apetite pelo risco e do enfraquecimento do dólar. A confiança na capacidade dos bancos centrais para compensar possíveis distorções na inflação e no crescimento é uma garantia para os investidores, embora tenha havido alguns avisos à navegação nos mercados de obrigações de dívida pública, como a maior subida diária da *yield* das obrigações alemãs no último quarto de século (+30 p. b.) após o anúncio da reforma do travão da dívida e a publicação do plano para aumentar o investimento público.

Olhando para os próximos meses, a lista de questões pendentes com um elevado impacto potencial na economia é muito importante. Desde a capacidade da Europa para mobilizar os fundos anunciados na primeira semana de março e adaptar o Pacto de Estabilidade recentemente revisto à nova realidade geopolítica, à margem do Tesouro dos EUA para implementar uma política orçamental expansionista equilibrada, passando pela flexibilidade dos bancos centrais para manter as expectativas de inflação sob controlo ou à resiliência das cadeias de valor ao novo ambiente comercial. Acima de tudo, porém, o mais importante será gerir de forma justa as tréguas na guerra da Ucrânia e renegociar de forma equilibrada as relações comerciais e de defesa entre os EUA e a Europa. Um reflexo do facto de os tempos estarem a mudar e de ser tempo de nos adaptarmos o mais rapidamente possível.