

Aterragem suave em tempos de incerteza política

Após o intenso ajuste nas expectativas de política monetária desde a segunda semana de novembro do ano passado, levando a um dos mais fortes movimentos de reavaliação de ativos financeiros das últimas décadas (+9% para a taxa fixa nos últimos dois meses de 2023, máximos bimestrais desde 1990), é hora de ajustar os cenários económicos e avaliar se os investidores se precipitaram ao descontar um cenário idílico, no qual a resiliência do ciclo económico ao aperto monetário será acompanhada por um rápido retorno da inflação a 2%. Por enquanto, o consenso das previsões mudou definitivamente para uma aterragem suave da economia mundial em 2024, com um crescimento médio semelhante ao de 2023, em que se mantêm as divergências sectoriais e entre regiões económicas. Mas com um perfil completamente diferente do ano passado, com uma primeira metade do ano caracterizada por uma acentuada fraqueza na atividade que dará lugar a uma melhoria na segunda metade do ano, à medida que os efeitos da queda da inflação e da flexibilização das condições financeiras começarem a surgir. A intensidade de ambos os processos determinará o momento em que as taxas de crescimento potencial, afetadas por sucessivos choques negativos da oferta nos últimos anos, poderão ser recuperadas, enquanto se aguardam os efeitos positivos dos investimentos na transição energética, bem como o esperado aumento de produtividade que pode propiciar a inovação de última geração (IA, etc).

Os dados de emprego de dezembro nos EUA (+216.000 postos de trabalho criados, para um total de 2,7 milhões em 2023) ou a manutenção do preço do petróleo abaixo dos 80 dólares por barril nas primeiras sessões do ano, significam que se mantêm em vigor dois dos principais fatores subjacentes à resiliência do ciclo de atividade no último ano. Em concreto, a solidez dos mercados de trabalho e a contenção das tensões nos preços da energia, num contexto pouco favorável marcado pelo aperto monetário acumulado nos últimos dois anos e pelo aumento das tensões geopolíticas no Médio Oriente. Neste sentido, o início do inverno na Europa está sujeito a uma incerteza muito menor, tendo em conta os preços e os níveis de reservas de gás em comparação com os de há um ano, embora a tendência de fraca atividade se mantenha nos próximos meses, tendo em conta a lentidão que as expectativas dos agentes económicos continuam a revelar, a inércia negativa dos dados do sector industrial e do comércio a retalho ou os efeitos da viragem que se pode esperar para a política fiscal.

No entanto, é na frente da inflação que o cenário continua a ser mais aberto, apesar das surpresas positivas do último semestre. Os dados de dezembro na Europa estiveram em linha com as previsões e antecipam algumas das tendências a esperar no curto prazo: moderação dos efeitos de base da energia, dinâmica mista na inflação alimentar (melhor desempenho nos «processados» do que nos «não processados») e comportamentos divergentes nas principais rubricas de inflação subjacente, com uma normalização relativamente rápida dos bens industriais (não energéticos) e uma maior resistência à descida nos serviços. É por isso que, embora os sinais derivados das medidas que tentam captar a dinâmica de curto prazo da componente subjacente dos preços (*momentum*) sejam positivos, subsistem dúvidas (e riscos) quanto à dinâmica dos preços que se irá desenrolar nos próximos meses. E, portanto, sobre o momento em que a inflação voltará a estabilizar-se em níveis próximos de 2%. A este respeito, as mensagens dos bancos centrais nas suas reuniões de dezembro parecem bastante coerentes, sem tentarem, por um lado, deflacionar as expectativas de redução das taxas de juro e, por outro, salientando a dependência das suas decisões dos dados que serão conhecidos nos próximos meses. É neste contexto que surgem inconsistências entre as novas expectativas de taxas de juro que os mercados estão a descontar nos preços dos ativos financeiros e os cenários de aterragem suave, pois parece difícil que, sem um novo enfraquecimento acentuado da atividade com implicações diretas na inflação, os bancos centrais tenham pressa em baixar as taxas de juro logo no primeiro trimestre do ano. Especialmente tendo em conta os efeitos sobre o risco geopolítico e o pendor da política orçamental mundial decorrentes do desafiante calendário eleitoral que nos espera em 2024, começando com as eleições de Taiwan a 13 de janeiro e terminando com as eleições presidenciais dos EUA a 5 de novembro. E sabemos, pela experiência dos últimos anos, como o risco político pode alterar o comportamento dos principais pressupostos dos cenários de previsão económica.