

Surpresas, resiliência e bancos centrais

A publicação dos dados de atividade relativos ao quarto trimestre confirmou que a economia mundial fechou o ano passado com uma combinação de crescimento e inflação muito melhor do que a prevista no início do ano. Em países como os EUA e Espanha, as taxas médias de crescimento em 2023 situaram-se em 2,5%, quando há doze meses a previsão consensual dos analistas se situava no intervalo 0,5%/1%, altura em que se atribuía uma elevada probabilidade a um evento recessivo nos EUA, apoiado por sinais como a inversão da inclinação da curva das taxas de juro. Do mesmo modo, no que diz respeito à inflação, a tendência dos últimos meses foi muito mais benigna do que a maioria das projeções, graças ao desvanecimento do choque energético e à atenuação progressiva dos seus efeitos indiretos, enquanto se aguarda que os dados relativos à evolução dos salários confirmem que os efeitos da segunda ordem continuam sob controlo.

Assim, num ambiente caracterizado desde 2020 pela acumulação de choques negativos, a surpresa positiva de 2023 foi mais uma vez a resiliência do ciclo económico global, entendida como «capacidade de reagir e superar contrariedade ou situação de crise» (significado em sentido figurado no dicionário de português). Como o próprio Presidente da Fed reconheceu recentemente, é altamente invulgar, de um ponto de vista histórico, que o aperto monetário implementado nos últimos dois anos não tenha tido efeitos muito mais fortes sobre a atividade e, sobretudo, sobre o emprego. Neste contexto, é compreensível que os bancos centrais não tenham tentado contrariar (ou, pelo menos, não o tenham feito de forma enérgica), nas suas últimas reuniões, a significativa flexibilização das condições financeiras registada nas últimas semanas, que implica a antecipação, por parte dos investidores, de um processo de desinflação sem mitigações. Os últimos dados sobre a inflação falam por si e refletem tanto as melhorias do lado da oferta (para além das perturbações de curto prazo causadas pelo risco geopolítico) como a rapidez com que, desta vez, a contração monetária foi transmitida à procura, através do canal do crédito.

A questão é saber o que pode alterar a rota que os mercados financeiros antecipam para os bancos centrais. E para além da sempre complexa calibração dos riscos geopolíticos (com o inescrutável «fator Trump» a pairar sobre o cenário de médio prazo), do território inexplorado da última milha no combate à inflação e dos efeitos das divergências cíclicas sectoriais e regionais (estas deverão reduzir-se na primeira metade do ano), o risco em centros financeiros

como o dos EUA é o de «morrer na praia» e passar de um cenário de *soft landing* para um cenário de *no landing*. Este não é o nosso cenário central, mas a realidade é que o crescimento recente do PIB (4% anualizado no segundo semestre de 2023) ou do emprego (quase 3 milhões de postos de trabalho nos últimos doze meses) está claramente acima do potencial, por mais otimistas que sejamos quanto aos efeitos da IA na produtividade. Para já, o fluxo de dados positivos sobre a atividade nos EUA apenas se traduziu num adiamento do momento em que os mercados antecipam o primeiro corte de taxas pela Fed, da reunião de março para a de maio ou junho, numa descida das estimativas de cortes acumulados de taxas em 2024 (de 150 para 100 p. b.) e numa correção das *yields* da dívida em cerca de 20 pontos base desde o início do ano, após o *rally* de novembro e dezembro. Este movimento também se verificou na Europa, neste caso mais pela relutância do núcleo duro do Conselho do BCE em ceder tão cedo do que pelos dados de atividade, que não estão a melhorar.

Em suma, uma vez que o cenário de cortes de taxas já está no radar dos mercados, as dúvidas centram-se agora em como será o caminho da normalização monetária e até onde irá. As opções são começar cedo e deixar o ritmo ser definido pelos dados ou, pelo contrário, esperar por sinais definitivos de que a inflação atingiu o seu objetivo e, nessa altura, estabelecer um caminho para os movimentos. No primeiro caso, assume-se o risco de uma surpresa negativa no comportamento da inflação, especialmente do lado da oferta, o que poderia complicar a «última milha». No segundo caso, os riscos de efeitos de segunda ordem e de um ambiente geopolítico difícil (Médio Oriente, eleições nos EUA, etc.) são minimizados, mas, em contrapartida, assume-se o risco de ir demasiado longe.

A chave para este ano é, por conseguinte, saber se a resiliência da economia global também cumprirá o significado linguístico: «capacidade de reagir e superar contrariedade ou situação de crise». Esta normalização dependerá da capacidade da política económica (monetária e fiscal) para ajustar a procura a uma oferta que ainda está a digerir os efeitos da incerteza geopolítica, das mudanças no mercado de trabalho ou da procura generalizada de autonomia estratégica.