

Algo está a mudar na economia internacional

À medida que o primeiro semestre do ano se aproxima do fim, a narrativa de uma economia mundial resiliente continua a consolidar-se. Quer perante os obstáculos que teve de enfrentar nos últimos anos, quer perante as mudanças estruturais provocadas pelo ajustamento da globalização a uma nova realidade geopolítica, cujo expoente máximo é o regresso da política industrial como forma de alcançar esse conceito vago conhecido como autonomia estratégica. Entretanto, a política económica tem conseguido resolver com sucesso os efeitos dos desajustamentos entre a oferta e a procura mundiais sobre a inflação ou sobre os balanços das famílias e das empresas, embora a um custo não negligenciável em termos de perda de liberdade da política fiscal.

Neste contexto, em que a incerteza continua a dominar a tomada de decisões dos agentes económicos, a economia mundial poderá crescer 3,2% este ano (3,2% em 2025), praticamente a velocidade de cruzeiro atingida entre a crise financeira internacional e o início da pandemia. Mas muito longe da média de 4,4% registada nos primeiros sete anos deste século. O lado positivo deste regresso à estaca zero pré-pandémica é que se evitaram os cenários mais disruptivos que ameaçaram descarrilar o ciclo económico em determinados momentos dos últimos anos. No entanto, a mediocridade do crescimento reflete o facto de as cicatrizes das últimas crises ainda não terem sarado e de a contribuição do investimento e da produtividade para o crescimento potencial continuar a ser baixa.

O que é que se segue? Com a ordem internacional em pleno reajustamento, entramos no período de verão com uma sensação de calma tensa face a um cenário geopolítico desafiante, ao qual se acrescenta todas as semanas uma nova camada de complexidade. O resultado aparentemente tranquilizador das eleições europeias deu lugar a um novo polo de risco com a convocação de eleições legislativas em França, o que poderá levar a uma coabitação complexa na última fase da presidência de Macron. Tudo isto complica a já frágil situação orçamental do país, que acaba de ser sujeito a um procedimento por défice excessivo e de ver a sua notação de rating de risco soberano reduzida. Em consequência de tudo isto, o prémio de risco francês subiu para um máximo de 85 pontos de base (o mais elevado desde 2011, em plena crise do euro), ultrapassando o prémio de risco português e aproximando-se do espanhol. Embora os resultados da segunda volta tenham acalmado os ânimos dos investidores, estamos perante o mais significativo reajustamento interno na avaliação do risco soberano na zona euro dos últimos anos. É verdade que o BCE dispõe de instrumentos para controlar o risco de fragmentação (o programa TPI), mas a maior sensibilidade dos «vigilantes das obrigações» a qualquer agravamento inesperado dos cenários orçamentais é um novo aviso aos navegadores após o «efeito Truss» e reflete que a época de despesismo fiscal pós-Covid pode estar fechada.

Assim, em semanas em que a liquidez nos mercados é habitualmente reduzida, os preços dos ativos financeiros começam a mostrar um pouco mais de nervosismo entre os investidores, refletindo as atuais valorizações exigentes e a mudança de expectativas de política monetária que se verificou desde janeiro. A instabilidade estendeu-se também aos países emergentes, como o México, onde o risco político e a deterioração das perspetivas orçamentais estão a provocar grandes ajustamentos cambiais, reduzindo a margem de manobra dos bancos centrais que têm vindo a reduzir as taxas de juro. No caso dos países desenvolvidos, são cada vez mais os bancos centrais que começam a flexibilizar a política monetária (Suíça, Canadá, Suécia, zona euro, etc.), sem que a divergência com a estratégia da Fed provoque tensões financeiras, para além de uma esperada valorização do dólar (+1,1% na taxa de câmbio efetiva no último mês). Neste sentido, a chave para a segunda parte do ano será a forma como a Fed vai lidar com o primeiro corte nas taxas de juro. Será fundamental consolidar as expectativas de política monetária dos investidores preocupados com a evolução das contas públicas (se não houver ajustamentos, o défice público manter-se-á em cerca de 6% durante a próxima década) e com o risco político, especialmente após o primeiro debate entre os candidatos presidenciais. Em suma, o risco político e a sensibilidade dos mercados vão estar no centro das atenções nos meses de verão.