

Nota Breve 29/02/2024

Mercados financeiros · BCE: uma questão de confiança**Reunião de 7 de março de 2024: o que esperar**

- Os cortes nas taxas estão no radar do BCE, mas não esperamos qualquer anúncio (ou pré-anúncio) na próxima quinta-feira, 7 de março. Sem aceitar ou rejeitar cortes nas taxas, acreditamos que o BCE ainda quer ter mais confiança de que a convergência da inflação para 2% é um processo sustentado e robusto. Assim, para ganhar tempo, é provável que reitere a estratégia de "dependência dos dados" e o desejo de ter mais indicadores económicos antes de efetuar o primeiro corte.
- No entanto, a evolução recente do panorama económico tem sido relevante. Em comparação com as últimas projeções do BCE, feitas em dezembro, a atividade tem sido um pouco mais fraca (por exemplo, PIB estagnado no 4T de 2023 vs. previsão de +0,1% q/q, e consenso dos analistas a apontar para +0,1% no 1T de 2024 vs. previsão do BCE de +0,2%). A inflação, por outro lado, registou uma descida mais rápida.
- As condições financeiras que o BCE utiliza para gerar cenários também registaram alterações substanciais. Por um lado, destaca-se a descida dos preços futuros do gás, próxima de 40% na média de 2024-25, enquanto, por outro lado, as expectativas de política monetária diminuíram (os valores implícitos da €STR desceram pouco menos de 10 p.b. para a média de 2024 e cerca de 35 p.b. para 2025).
- Tudo isto poderá levar a uma redução significativa das previsões para a inflação global e a um ajustamento mais marginal das projeções para a atividade económica. No entanto, não esperamos grandes alterações nas perspetivas para a inflação subjacente (onde o BCE coloca a tônica, devido às "distorções" energéticas), um "não ajustamento" que ajudaria a sinalizar que ainda teremos de esperar alguns meses para ver o primeiro corte de taxas (a nossa opinião é que o BCE o irá concretizar em junho).

Condições económicas e financeiras recentes

- **A inflação poderá rondar os 2% no segundo semestre de 2024:**
 - Em janeiro, a inflação desceu para 2,8% (IHPC global) e 3,3% (subjacente, excluindo energia e produtos alimentares). Além disso, toda uma bateria de indicadores aponta para uma moderação generalizada, mas não definitiva, das pressões subjacentes sobre os preços (PCCI: 2,1%; *super core*: 3,5%; *trimmed mean* 15%: 3,2%).¹
 - De acordo com os dados corrigidos de sazonalidade, o *momentum*² em janeiro diminuiu para 0,5% (global) e 1,5% (subjacente), embora exista uma forte heterogeneidade entre as componentes. O *momentum* nos bens industriais foi próximo de 0%, enquanto os serviços se situaram em 2,2%, os alimentos transformados em 2,4% e os não transformados aceleraram para 5,3%.
 - No que respeita aos efeitos de segunda ordem (ou seja, a relação salários-margens-preços), o crescimento dos salários mantém-se em torno de 5% (salários negociados +4,5% no 4T, remuneração por trabalhador +5,2% no 3T e indicadores avançados que sugerem alguma desaceleração), enquanto o arrefecimento da procura tem vindo a atenuar a contribuição das margens das empresas.
 - A nossa opinião é que a inflação ultrapassou as duas primeiras fases da crise inflacionista (o *triple shock* dos estrangulamentos, dos preços da energia e dos produtos alimentares, seguido dos seus efeitos indiretos sobre todos os outros produtos). A terceira e última fase recai sobre os preços mais inerciais e sensíveis (por exemplo, os serviços) e sobre o mercado de trabalho e fará com que a descida final para 2% seja gradual. Com a moderação dos preços dos futuros da energia cotados nos mercados financeiros, é provável que a inflação global se aproxime dos 2% no segundo semestre do ano. Mas o mapa de riscos não desaparece e a inflação continua sujeita à fragilidade do fator geopolítico.
- **A atividade económica mantém a tendência de abrandamento dos últimos trimestres:**
 - O PIB estagnou no 4T e tem-se mantido em -0,1% / +0,1% em termos trimestrais há 5 trimestres. O abrandamento continua no 1T de 2024, embora com alguns sinais de que o ponto mais fraco poderá

¹ O PCCI recolhe os preços a partir de uma média de uma componente comum de baixa frequência nos países da área do euro, a *super core* inclui apenas as componentes do IHPC de base que são sensíveis ao ciclo económico e a *trimmed mean* de 15% exclui as 15% componentes mais voláteis.

² Variação anualizada da média trimestral do IPC nos três meses anteriores.

ter ficado para trás (por exemplo, em fevereiro, o PMI composto permaneceu em território contracionista, mas recuperou para 48,9, o valor menos negativo dos últimos 8 meses).

- Com base num mercado de trabalho forte (desemprego a um nível baixo, de 6,4%, em dezembro), é de esperar um relançamento do crescimento, uma vez que a desinflação dá espaço ao poder de compra e abre a porta a uma flexibilização da política monetária.
- **O agravamento das condições financeiras atinge o seu pico:**
 - As taxas de juro dos empréstimos às famílias e às empresas encontram-se em máximos não observados desde 2008 (segundo dados do BCE, +270 p.b. e +390 p.b. face ao final de 2021), mas nos últimos meses estabilizaram e indicadores como o impulso do crédito atenuaram significativamente (de um mínimo de -6,7% no verão para -0,2% em Jan-2024). No mesmo sentido, a Euribor 12M encontra-se cerca de 50 p.b. abaixo dos máximos atingidos em 2023 e as expectativas do mercado apontam para que, a partir do próximo mês de abril, registre descidas homólogas.
 - Desde a última reunião do BCE, no final de janeiro, os mercados monetários moderaram as suas expectativas de redução das taxas. Especificamente, enquanto há um mês citavam o primeiro corte em abril e colocavam a taxa *depo* em 2,50% a partir de dezembro de 2024, agora os mercados apontam para um primeiro corte das taxas do BCE em junho (-25 p.b.) e a taxa *depo* a fechar o ano em 3,00% (100 p.b. de cortes em 2024 como um todo, em linha com as nossas próprias projeções de taxas).
 - As taxas de juro soberanas recuperaram (mais de 20 p.b. na secção mais longa da curva e mais de 40 p.b. na secção mais curta), enquanto os prémios de risco periféricos se mantiveram relativamente estáveis e os principais mercados acionistas europeus continuaram a apresentar um bom desempenho (o European Stoxx 600 acumulou ganhos superiores a 3% no período). Por seu lado, o euro oscilou em torno de \$1,08 e, nos mercados de matérias-primas, o petróleo Brent manteve-se relativamente estável nos \$80 por barril, enquanto o gás TTF desceu de quase €30/MWh para menos de €25.

Mensagens do BCE

- Desde a sua última reunião, os membros do BCE aderiram a mensagens de "continuidade, prudência e paciência", abrindo a porta a uma primeira redução das taxas, mas, ao mesmo tempo, alertando para os riscos de uma flexibilização da política monetária demasiado cedo e salientando a intenção de que a flexibilização das condições financeiras seja gradual.
- Por exemplo, tanto o economista-chefe do BCE, Philip Lane, como o governador do Banco de Espanha, de Cos, tornaram explícito que "o próximo passo [do BCE] será uma redução das taxas", mas o próprio de Cos acrescentou que "ainda precisamos de algum tempo para decidir o momento exato".
- Na mesma linha, Christine Lagarde sublinhou que "a inflação desceu significativamente", "os dados salariais do 4T de 2023 mostram sinais favoráveis" e "a contribuição dos lucros das empresas [para a inflação] está a diminuir". Lagarde referiu que, a partir de agora, esperam que "os preços continuem a desacelerar", mas também sublinhou que "ainda é necessária mais confiança de que este processo de desinflação será sustentado e que 2% será alcançado".

Perspectivas do BCE a médio prazo

- As taxas atingiram um pico no outono (*depo* a 4,00% e *refi* a 4,50%) e a estratégia do BCE é manter uma política restritiva para assegurar que a inflação regressa ao objetivo de 2% nos próximos trimestres. Num contexto de forte desinflação no passado, mas com um mercado de trabalho forte, acreditamos que o BCE fará um primeiro corte nas taxas em junho (-25pb) e acompanhará a convergência da inflação para 2% com uma normalização monetária gradual (projetamos uma *depo* a 3,00% em dezembro de 2024).
- Quanto aos restantes instrumentos, o BCE continuará a reduzir o seu balanço, quer através dos reembolsos das TLTRO (em 2024 vencem os últimos 390 mil milhões de euros), quer através da redução das carteiras APP (em curso de forma passiva com reinvestimentos nulos) e PEPP (a partir de julho com reinvestimentos parciais, deixando vencer 7,5 mil milhões de euros/mês, e acelerando em 2025 com reinvestimentos nulos). Por seu lado, o TPI exerce uma influência positiva com o seu efeito comunicativo e, tendo em conta as perspetivas atuais, pensamos que o BCE não terá necessidade de o ativar.

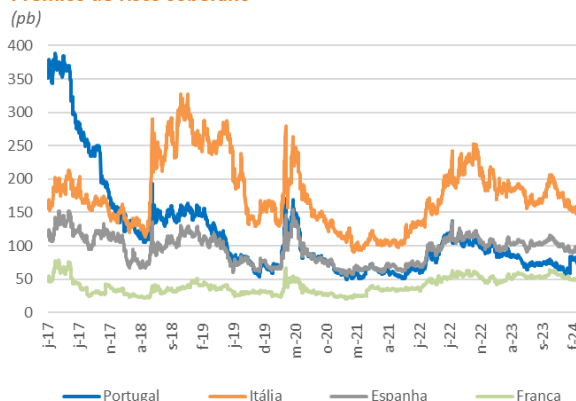
Indicadores das condições financeiras

Taxa de juro da dívida pública alemã



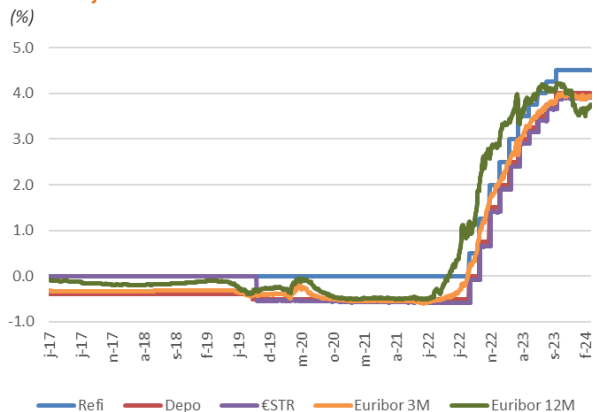
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Prémios de risco soberano



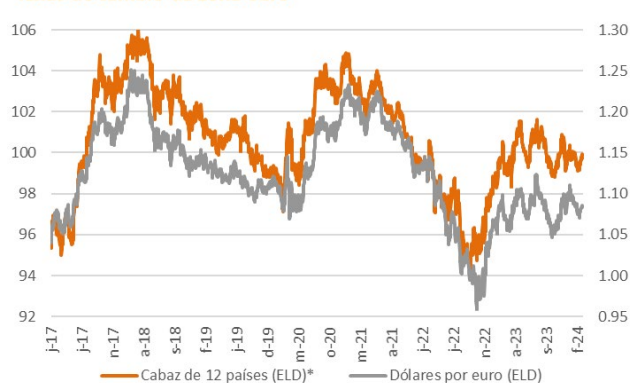
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Taxas de juro interbancárias



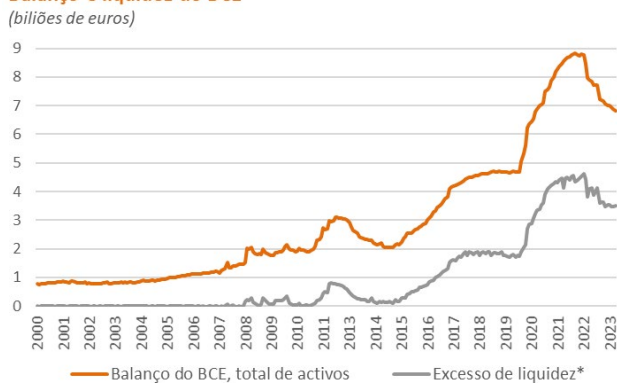
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Taxas de câmbio da zona euro



Nota: *Taxa de câmbio efectiva nominal em relação a 12 moedas(100=1T 1999).
Fonte: BPI Research, a partir de dados da BCE.

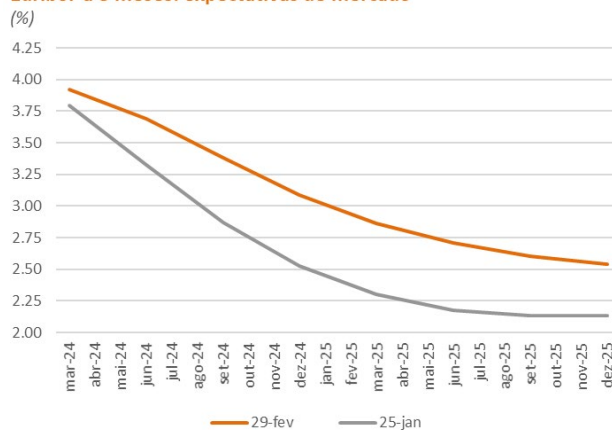
Balanco e liquidez do BCE



Nota: *Depósitos na facilidade permanente de depósito mais reservas excedentárias menos utilização da facilidade permanente de cedência de liquidez.

Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*

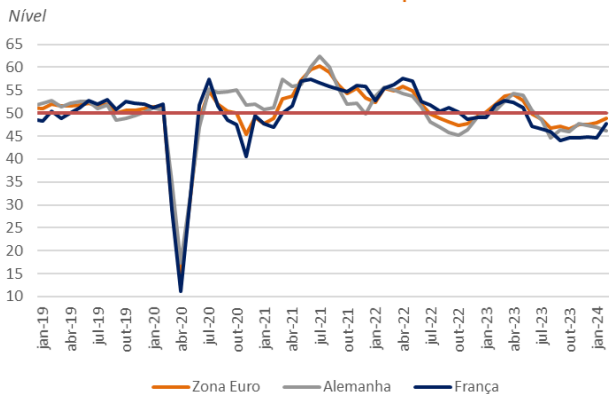


Nota: *Futuros da euribor a 3 meses.

Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

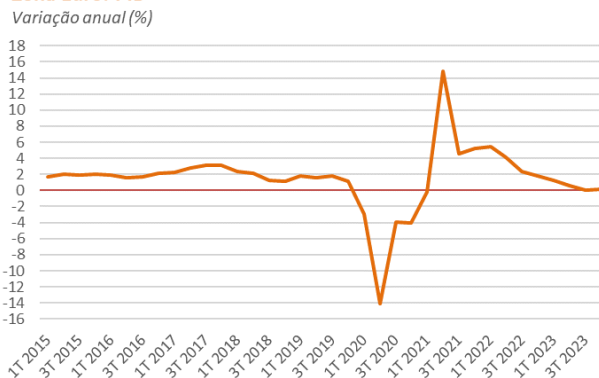
Indicadores das condições económicas

Zona Euro: Indicador de atividade PMI composto



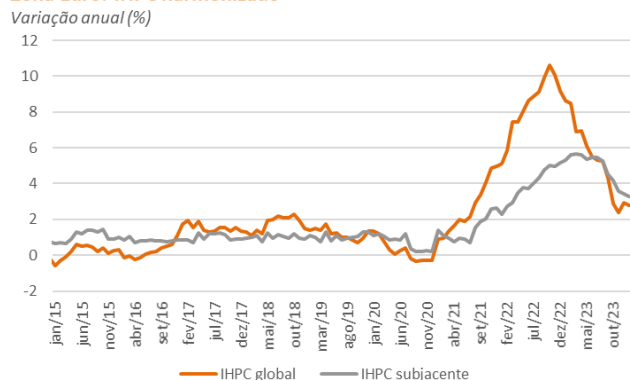
Fonte: BPI Research, a partir de dados do Markit.

Zona Euro: PIB



Fonte: BPI Research, a partir de dados do Eurostat.

Zona Euro: IHPC harmonizado



Fonte: BPI Research, a partir de dados do Eurostat.

Expectativas de inflação do mercado para a zona euro



Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Projeções macroeconómicas de dezembro de 2023

| | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 |
|-------------------------------------|------------|------------------|------------------|------------------|------------|
| Crescimento do PIB | 3,4 | 0,6 (0,7) | 0,8 (1,0) | 1,5 (1,5) | 1,5 |
| Inflação global | 8,4 | 5,4 (5,6) | 2,7 (3,2) | 2,1 (2,1) | 1,9 |
| Inflação subjacente | 3,9 | 5,0 (5,1) | 2,7 (2,9) | 2,3 (2,2) | 2,1 |
| Custos unitários de trabalho | 3,2 | 6,1 (5,8) | 4,1 (3,5) | 2,6 (2,4) | 2,0 |
| Remuneração por trabalhador | 4,3 | 5,3 (5,3) | 4,6 (4,3) | 3,8 (3,8) | 3,3 |

Notas: Cenário central do BCE. Entre parênteses, projeções anteriores (setembro de 2023).

BPI Research, 2024

e-mail: deef@bancobpi.pt

AVISO SOBRE A PUBLICAÇÃO “NOTA BREVE”

A “Nota breve” é uma publicação elaborada em conjunto pelo BPI Research (UEEF) e o CaixaBank Research, que contém informações e opiniões provenientes de fontes que consideramos fiáveis. Este documento possui um propósito meramente informativo, pelo qual o BPI e o CaixaBank não se responsabilizam em caso algum pelo uso que possa ser feito do mesmo. As opiniões e as estimativas são próprias do BPI e do CaixaBank e podem estar sujeitas a alterações sem prévio aviso.