

Nota Breve 31/05/2024

Mercados financeiros BCE- à beira de uma descida das taxas e não só**Reunião de 6 de junho de 2024: o que esperamos**

- Salvo surpresas de última hora, o BCE vai baixar as suas taxas de juro em 25 p.b. (*depo* para 3,75%, *refi* para 4,25%), numa decisão largamente descontada pelos analistas e pelos mercados financeiros e que, a julgar pelas declarações, conta com o consenso de todo o Conselho de Governadores (CG).
- Este corte é apoiado por uma moderação forte e sustentada da inflação nos últimos trimestres, pela confiança de que esta continuará a descer no futuro e pela constatação de que o endurecimento monetário está a ser fortemente transmitido, tem arrefecido a economia e atenuado os efeitos de segunda ordem.
- Estas três razões são suficientemente fortes para que a redução de junho não seja um corte isolado, mas assinala o início de uma fase de flexibilização da política monetária.
- A questão que o BCE tem de clarificar é a velocidade desta flexibilização, e tudo aponta para que seja gradual: 1) é natural que o BCE mantenha uma tendência anti-inflacionista após um longo período de inflação acima dos 2%; 2) os efeitos da segunda ordem são limitados, mas ainda não podem ser excluídos (demoram a materializar-se e os dados que os captam demoram a ser publicados); e 3) a maior cautela da Fed não deve comprometer o BCE, mas pode levá-lo a ser mais cauteloso.
- Por outro lado, e para além de uma revisão em alta do PIB em 2024 devido a um primeiro trimestre melhor do que o esperado, não prevemos alterações substanciais nas novas previsões económicas do BCE, que se basearam em dados mais positivos sobre a inflação e a atividade, mas com uma curva de rendimentos um pouco mais restritiva (*depo* implícita em dez-2024 +30p.b. em relação à curva anterior) e preços da energia ligeiramente mais elevados.

Condições económicas e financeiras recentes

- **A inflação estabiliza-se perto, mas acima, de 2%:**
 - Nos últimos meses, a inflação global fixou-se em 2,4%, o nível mais baixo desde meados de 2021, enquanto a inflação subjacente (excluindo energia e produtos alimentares) caiu para mínimos anteriores à guerra na Ucrânia, situando-se em 2,7% em abril último. Além disso, toda uma bateria de indicadores aponta para uma moderação generalizada, embora não definitiva, das pressões subjacentes (PCCI: 2,0%; *core*: 2,9%; *trimmed mean* de 15%: 2,5%).¹
 - Estes dados reforçam a nossa opinião de que a inflação ultrapassou as duas primeiras fases da crise (o triplo *shock* de estrangulamento das cadeias de valor, dos preços da energia e dos produtos alimentares, seguido dos seus efeitos indiretos sobre o resto dos bens e serviços) e enfrenta agora uma fase final em que a desinflação recai sobre preços mais inerciais e será, por conseguinte, mais gradual.
 - Nesta terceira e última fase, a evolução dos serviços e os efeitos de segunda ordem (ou seja, a relação salários-margens-preços) são fundamentais. Os preços dos serviços, que são a rubrica mais contida e mais sensível ao mercado de trabalho, começaram a abrandar (3,7% em abril, um mínimo de quase dois anos), enquanto os efeitos de segunda ordem observados são limitados e os dados sugerem que irão diminuir, graças às menores pressões sobre as margens das empresas e aos sinais de moderação do crescimento dos salários (indicador Indeed.com +3,5% em abril contra taxas entre 4%-5% em 2023).²

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

² O indicador salarial calculado pelo BCE acelerou no 1T 2024 para 4,7%. No entanto, esta recuperação não parece indicar uma aceleração do crescimento dos salários no futuro, mas explica-se por alguns pagamentos adicionais na Alemanha. Um indicador avançado de salários compilado pelo BCE já previa esta recuperação temporária há alguns meses e, de facto, a recuperação observada no 1T acabou por ser menor do que o previsto. Para os próximos trimestres, este indicador aponta para um crescimento dos salários a níveis semelhantes aos atuais, mas ligeiramente inferiores aos projetados há alguns meses.

- **A atividade económica está a melhorar:**

- O PIB da zona euro avançou 0,3% em cadeia no 1T, deixando para trás os $\pm 0,1\%$ que se observavam desde o 4T 2022, com um desempenho positivo em todas as principais economias.
- Os indicadores do 2T têm consolidado a melhoria registada no 1T. Em maio, o PMI composto da zona euro acelerou para 52,3 (um máximo de 12 meses), ajudado pela crescente consolidação da expansão dos serviços (53,3 em maio) e pela menor fraqueza da indústria transformadora (47,4, um nível contracionista mas o mais positivo dos últimos 15 meses).
- Estes dados dão maior confiança no esperado relançamento da atividade, sustentado por um mercado de trabalho sólido (desemprego a um nível baixo de 6,5% em março), alguma recuperação do poder de compra das famílias (graças à desinflação e ao crescimento dos salários) e à expectativa de cortes nas taxas de juro. No entanto, também não sugerem uma aceleração significativa, prevendo-se que o PIB se mantenha próximo de 0,3% no 1T e nos trimestres seguintes.

- **Condições financeiras: restritivas, mas prevê-se uma flexibilização gradual:**

- As taxas de empréstimo às famílias e às empresas permanecem em níveis historicamente elevados (de acordo com os dados do BCE, +250 p.b. e +380 p.b. em comparação com o final de 2021), mas começaram a moderar-se nos últimos meses (-20 p.b. e -10 p.b. em comparação com o Outono).
- A Euribor a 12M registou uma primeira descida homóloga em abril (-6 p.b.) e as cotações financeiras sugerem que continuará a descer progressivamente nos próximos meses (segundo as últimas cotações, terminaria 2024 cerca de 30 p.b. abaixo do seu fecho de 2023).
- Os volumes de crédito ao sector privado estão a ganhar algum dinamismo, tendo acelerado em abril para 0,9% em termos homólogos (contra 0,4% em janeiro), de acordo com os dados do BCE para o conjunto da zona euro.
- Os mercados monetários estão a prever um primeiro corte de 25 p.b. na reunião de junho do BCE com uma probabilidade de quase 100%, e esperam entre um e dois cortes adicionais até ao final de 2024.
- Desde a reunião do BCE em abril, as principais bolsas europeias mantiveram-se no verde e as taxas de juro soberanas subiram entre 10p.b. e 15 p.b. na zona euro central, enquanto os prémios de risco periféricos se comprimiram. Apesar [da divergência esperada entre uma Fed mais cautelosa e um BCE mais determinado a reduzir as taxas](#), o euro fortaleceu-se face ao dólar (de 1,06 para 1,08) e face a um cabaz alargado de moedas.

As mensagens do BCE

- Desde abril, os membros do BCE têm sido bastante explícitos e concordantes quanto ao desejo de reduzir as taxas em junho e de iniciar uma flexibilização gradual da política monetária. Em contrapartida, tem havido mais desacordo e menos clareza quanto ao ritmo futuro dessa flexibilização.
- Uma orientação foi dada pelo governador do Banco de Espanha, Hernández de Cos, que recordou na conferência do Cercle de Economía que a curva de rendimentos que alimentava as projeções de março era coerente com o objetivo de inflação (uma curva calculada quando se falava de cortes de 100 p.b. em 2024).
- Por outro lado, poder-se-ia inferir 75 p.b. das declarações de Klaus Knot, Governador do Nederlandsche Bank, que sublinhou o papel fundamental das reuniões de junho, setembro e dezembro, uma vez que o BCE é “dependente dos dados” e atualizará as suas projeções macroeconómicas nesses meses.
- Do mesmo modo, Isabel Schnabel (Comissão Executiva) afirmou não considerar adequada uma segunda descida das taxas em julho, mas Villeroy de Galhau (Banque de France) defendeu que essa descida não deve ser excluída.

Perspectivas do BCE a médio prazo

- Procurando um equilíbrio entre a forte desinflação alcançada e as dificuldades sentidas pela atividade económica, por um lado, e a redução mais lenta da inflação atual e a força do mercado de trabalho, por outro, o BCE prosseguirá uma flexibilização cautelosa da sua política monetária. Assim, para além de junho, prevemos reduções graduais das taxas de juro, projetando uma *depo* de 3,00% em dezembro de 2024 e 2,25% no final de 2025, num cenário de política monetária cada vez menos restritiva.

- Quanto aos restantes instrumentos, o BCE continuará a reduzir o seu balanço, quer através dos reembolsos das TLTRO direcionadas (os últimos 140 mil milhões de euros vencem no resto do ano), quer através da redução das carteiras APP (passivamente em curso com reinvestimentos nulos) e do PEPP (começará em julho com reinvestimentos parciais, deixando vencer 7,5 mil milhões de euros/mês, e acelerará 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.

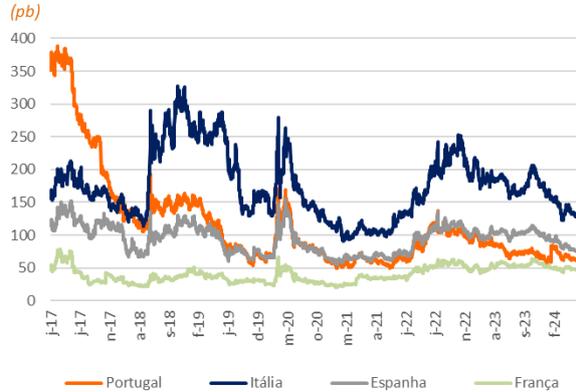
Indicadores de condições financeiras

Taxas de juro da dívida soberana da Alemanha



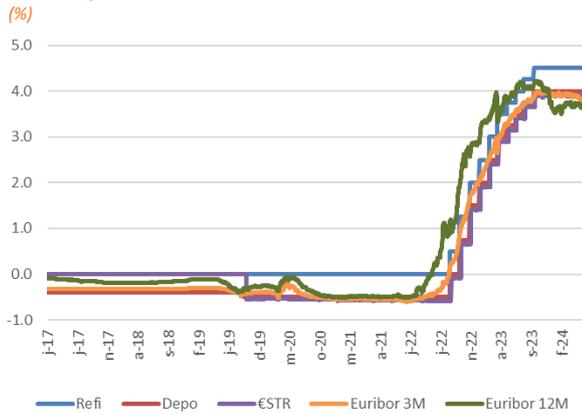
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Prémios de risco soberanos



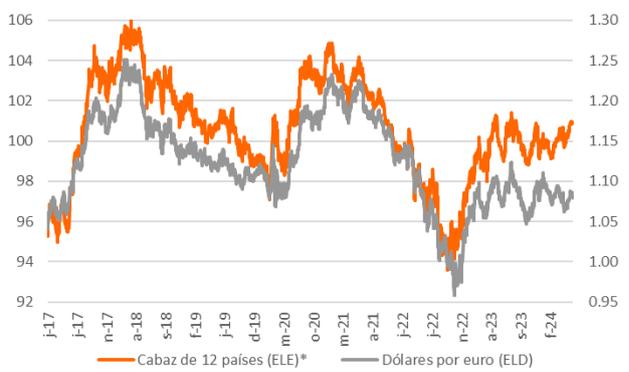
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Taxas de juro interbancárias



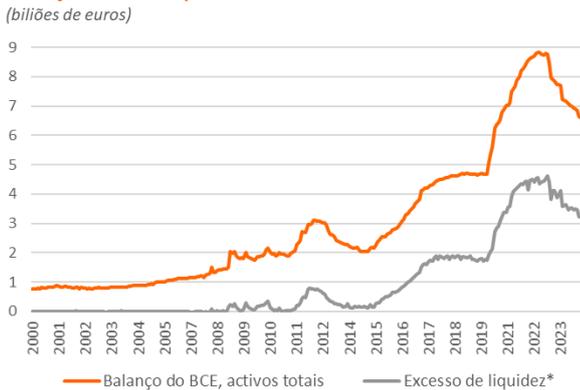
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Taxas de câmbio para a zona euro



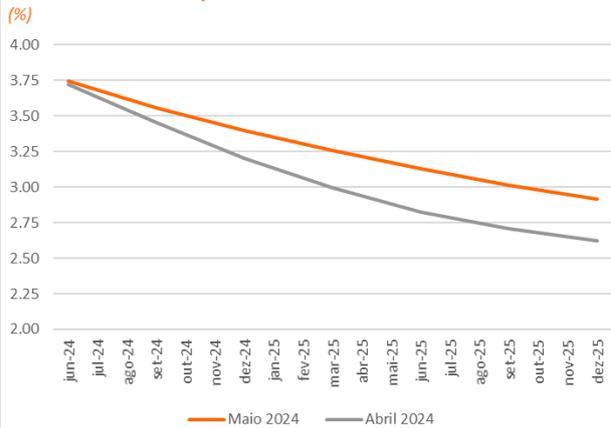
Nota: *Taxa de câmbio nominal efetiva face a 12 divisas (100 = 1T 1999).
 Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

Balanço do BCE e liquidez



Nota: *Depósitos na facilidade de depósitos mais excesso de reservas menos uso da facilidade marginal de crédito.
 Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

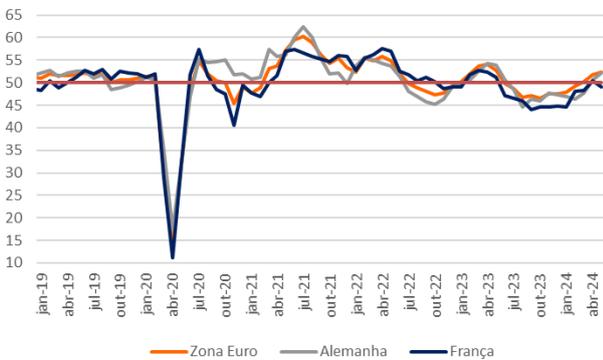
Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*



Nota: *Futuros da euribor a 3 meses.
 Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Indicadores de condições económicas

Zona Euro - Indicador de atividade PMI composto
 Nível



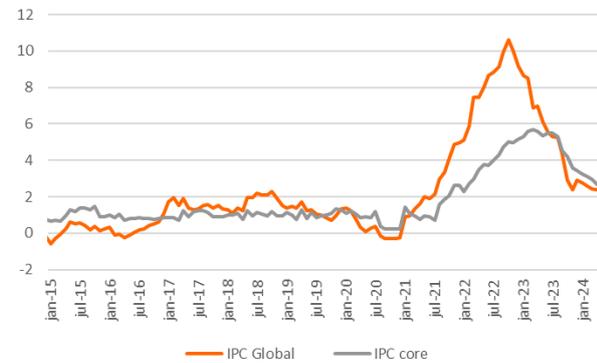
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Markit.

Zona Euro: PIB
 Variação homóloga(%)



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

Zona Euro: IPC Harmonizado
 Variação Homóloga(%)



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

Expectativas de inflação do mercado para a Zona Euro
 Forward de inflação a 5 anos em 5 anos (%)



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

Previsões macroeconómicas de março de 2024

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

Notas: Cenário central do BCE. Entre parênteses, projeções anteriores (dezembro 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 (DF-EEF) 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.