Nota Breve 10/07/2024

Mercados financeiros ·O BCE está à procura do seu tempo: *Allegro ma non troppo*?

Reunião de 18 de julho de 2024: o que esperar

- Tudo indica que o BCE manterá as taxas inalteradas em julho (os mercados estão a atribuir uma probabilidade de 95% a que a taxa *depo* permaneça em 3,75% e a de refinanciamento em 4,25%).
- Apesar de ter reduzido as taxas em junho, o BCE tem uma postura cautelosamente otimista e rejeitou que tenha entrado na fase de flexibilização do ciclo monetário (a terceira fase após o "*tightening*" entre julho de 2022 e setembro de 2023 e a "*maintenance*" até junho de 2024). O BCE defende que deve continuar a manter uma política restritiva e que não deve dar um passo até que "dados suficientes" lhe deem mais confiança.
- Este ponto de vista reflete um ambiente incerto com um equilíbrio entre (i) uma inflação que desceu acentuadamente, (ii) mas que permanece acima do objetivo (e com resistências em rubricas inerciais como os serviços), e (iii) um crescimento modesto da atividade, mas com um mercado de trabalho sólido.
- Neste contexto, e após três anos de inflação acima do objetivo de 2%, o BCE opta por gerir os riscos com um enviesamento anti-inflacionista e uma comunicação cautelosa, pelo que as expectativas dos mercados financeiros apontam para uma ligeira flexibilização da política monetária, com mais dois cortes no que resta de 2024 (setembro e dezembro, coincidindo com a altura em que o BCE transpõe toda a informação disponível para um novo quadro de previsões de preços e atividade).

Condições económicas e financeiras recentes

- **Inflação, tão perto e tão longe dos 2%**:
  - A inflação global diminuiu para 2,5% em junho no conjunto da zona euro, enquanto que a subjacente (excluindo produtos alimentares e energia) se manteve em 2,9%. Com dados mais desagregados (apenas disponíveis até maio), existe todo um conjunto alternativo de indicadores que capta as pressões subjacentes sobre os preços num intervalo que vai de 1,9% para o IHPC a 2,9% para a "*super-core*".[1]
  - Olhando para o futuro, e na ausência de novos choques, duas forças importantes condicionarão a "última milha" da inflação para 2%. Por um lado, a retirada ordenada do apoio à crise energética de 2022 gerará efeitos de base que acrescentarão volatilidade aos próximos dados sobre a inflação. Por outro lado, a chave para a inflação é o equilíbrio entre o crescimento dos salários, as margens das empresas e a produtividade. Assim, os dados mais recentes refletem um crescimento dinâmico dos salários (no primeiro trimestre, os salários negociados cresceram +4,7% em termos homólogos e a remuneração por trabalhador +5,0%), mas com sinais de moderação (o *tracker* do Indeed.com caiu para 3,4% em maio), enquanto as margens das empresas têm vindo a comprimir-se e, de acordo com a repartição do deflator do PIB, a sua contribuição para a inflação já está próxima de zero.
- **A atividade económica melhora moderadamente**:
  - A perspetiva de uma retoma do crescimento da zona euro tem vindo a ganhar suporte entre os dados de atividade mais recentes, com o PMI compósito a aumentar em março, a acelerar em abril e a atingir um máximo de 12 meses em maio (52,2), embora tenha perdido algum fôlego em junho (50,9).
  - No conjunto do trimestre, os dados foram moderadamente mais positivos do que nos meses anteriores, e o consenso dos analistas estima um crescimento do PIB de 0,3% em cadeia no 2T (o mesmo do que no 1T, e superior aos ±0,1% em que se encontrava desde o 4T 2022).
  - No futuro, a atividade continuará a ser apoiada por um mercado de trabalho sólido (taxa de desemprego de 6,4% em maio, a mais baixa da série histórica), uma certa recuperação do poder de

[1] O IHPC recolhe os preços de uma média de uma componente comum de baixa frequência nos países da área do euro. O "*super-core*" inclui apenas as componentes do IHPC de base que são sensíveis ao ciclo económico.

compra (graças à inércia do crescimento dos salários e à queda da inflação) e reativação da procura externa; embora persistam também vários ventos contrários (como as condições financeiras restritivas ou o desgaste derivado das tensões geopolíticas) e o aumento da taxa de poupança das famílias num ambiente de incerteza (15,3% no 1T 2024) não ajude a reforçar a narrativa de "reanimação baseada na procura interna" defendida pelo consenso dos analistas.

- **As condições financeiras adiam o desanuviamento:**
  - As taxas de juro do crédito às famílias e às empresas começaram a moderar-se, apesar de se manterem em níveis elevados (de acordo com os dados do BCE, em maio situavam-se em 3,8% e 5,1%, respetivamente, cerca de 20 p.b. abaixo do pico do outono).
  - Os volumes de crédito ao sector privado continuam a apresentar uma dinâmica de crescimento moderada, embora os últimos dados do BCE relativos à zona euro no seu conjunto revelem pequenos sinais positivos, com o crescimento anual dos empréstimos às famílias e às empresas a acelerar para +0,3% em maio, em ambos os casos.
  - Os mercados monetários não preveem uma nova redução das taxas do BCE até à reunião de 12 de setembro (-25 p.b.) e atribuem uma probabilidade ligeiramente inferior a 70% de uma nova redução em dezembro.
  - Desde a reunião do BCE em junho, o ambiente dos mercados financeiros tem sido marcado pela incerteza política. A convocação de eleições legislativas em França pressionou o prémio de risco francês (ultrapassou os 80 p.b., superando o de Portugal e aproximando-se do de Espanha, embora depois tenha moderado para menos de 65 p.b.), embora o contágio ao resto dos países tenha sido muito limitado. A bolsa francesa também sofreu, com uma queda de quase 5% no último mês e meio, enquanto as perdas foram mais modestas no resto dos mercados europeus (o Eurostoxx 600 perdeu pouco mais de 1%). Por outro lado, o euro flutuou em torno dos 1,07-1,08 dólares.

As mensagens do BCE

- Nas últimas semanas, os membros do BCE têm-se esforçado por acompanhar o corte de taxas de junho (a primeira medida de flexibilização após dois anos de aperto monetário) com mensagens de cautela, reduzindo as expectativas de nova redução na reunião de julho e sugerindo que decisões de cortes de taxas no resto do ano serão cautelosos e moderados.
- A própria Presidente Lagarde sublinhou a forte desinflação registada e a maior confiança em atingir o objetivo de 2%, mas, ao mesmo tempo, deixou claro que o BCE "não seguirá uma trajetória predeterminada" e que, apesar do corte das taxas em junho, isso "não significa que as taxas seguirão uma trajetória linear de descidas", mas que "pode haver períodos em que permaneçam estáveis".
- Na mesma linha, Philip Lane definiu a descida das taxas de junho como uma forma de "manter a política monetária em território restritivo" e, ao mesmo tempo, "torná-la robusta a diferentes cenários", diminuindo a restritividade para "ter mais proteção contra cenários de baixa" e salientando que, se houver novas pressões ascendentes sobre a inflação, "estas poderão ser abordadas através de uma descida mais lenta das taxas".
- Os diferentes governadores do Eurosistema foram um pouco mais explícitos e indicaram entre um e dois cortes adicionais no resto do ano: Wunsch (Bélgica) vê "margem para um segundo corte", Makhlouf (Irlanda) observou que se sentiria confortável com apenas mais um corte em 2024 e Rehn (Finlândia) avaliou as expectativas do mercado de um ou dois cortes adicionais em 2024 como "razoáveis", enquanto a opinião de Knot (Países Baixos) é que "em julho não há razão para outro corte das taxas" e que "o debate estará verdadeiramente aberto de novo na reunião de setembro".

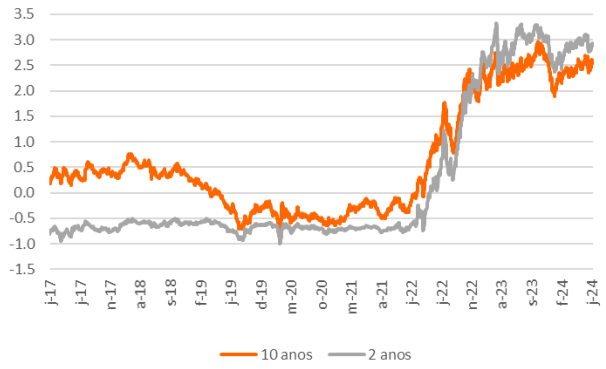
Perspetivas do BCE a médio prazo

- Procurando um equilíbrio entre a forte desinflação conseguida 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, prevemos um cenário de política monetária cada vez menos restritiva, com reduções graduais das taxas de juro que, de acordo com as cotações dos mercados financeiros, levariam a taxa de depósito para 3,25% em dezembro de 2024 e para 2,75% no final de 2025.

- Quanto aos restantes instrumentos, o BCE continuará a reduzir o seu balanço, quer através dos reembolsos das TLTRO (os últimos 75 000 milhões de euros vencem até ao final do ano), quer através da redução das carteiras do APP (passivamente em curso, com reinvestimentos nulos) e do PEPP (a partir de julho, com reinvestimentos parciais, deixando vencer 7 500 milhões de euros/mês, e acelerando em 2025, com reinvestimentos nulos).

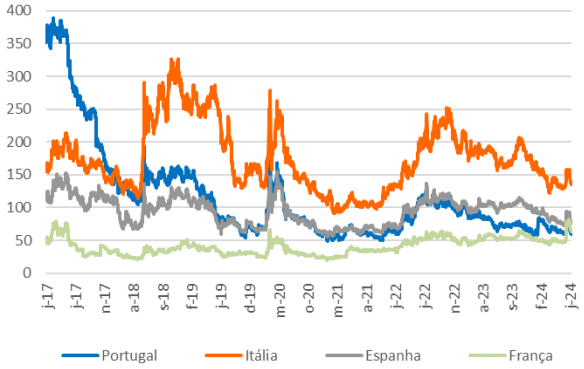
Indicadores de condições financeiras

Taxa de juros da dívida soberana alemã
(%)



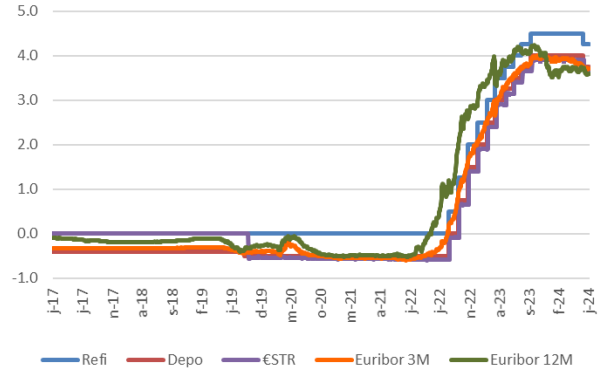
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Prémios de risco soberano
(pb)



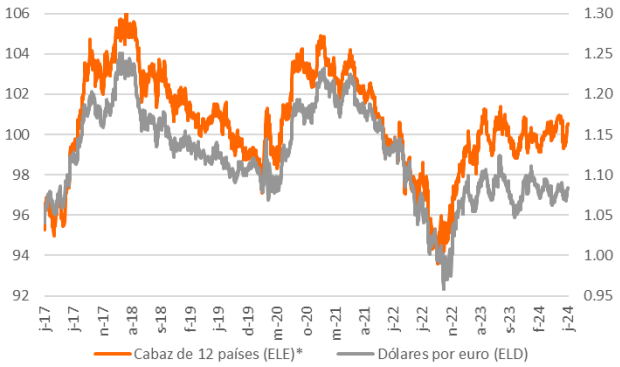
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Taxas de juro no mercado interbancário
(%)



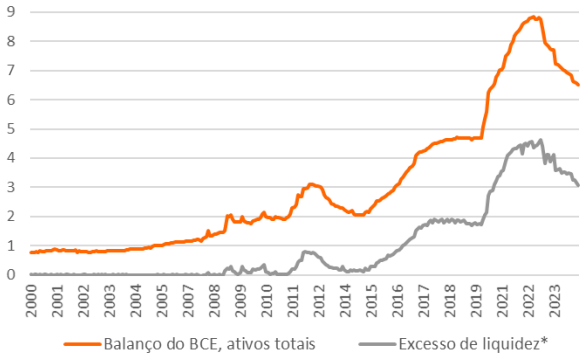
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Taxas de câmbio na zona euro



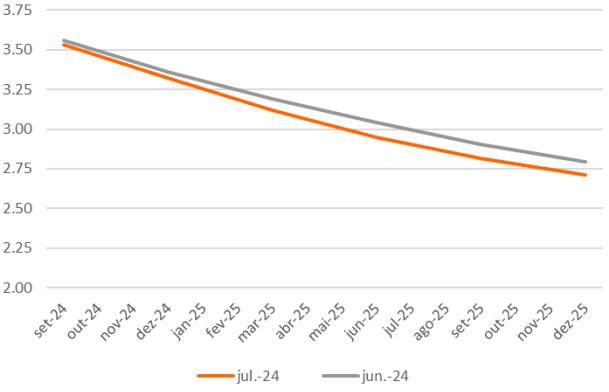
*Nota: *Taxa de câmbio nominal efectivo relativamente a 12 moedas (100 = 1T 1999).*
Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

Balanço do BCE e liquidez
(biliões de euros)



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

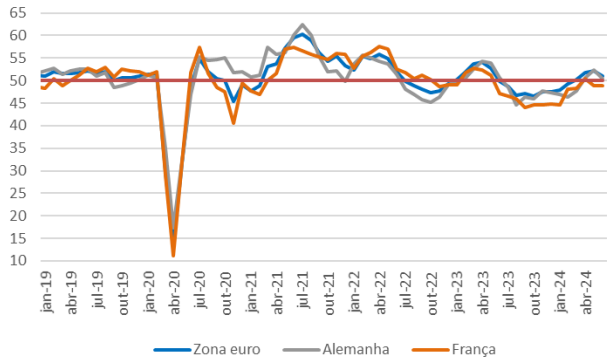
Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*
(%)



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

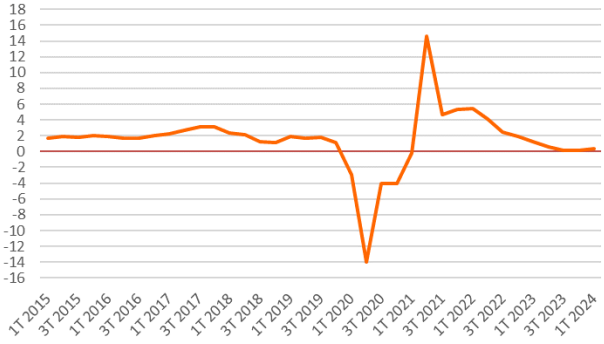
Indicadores de condições económicas

Eurozona: Indicador de atividade PMI compósito
Nível



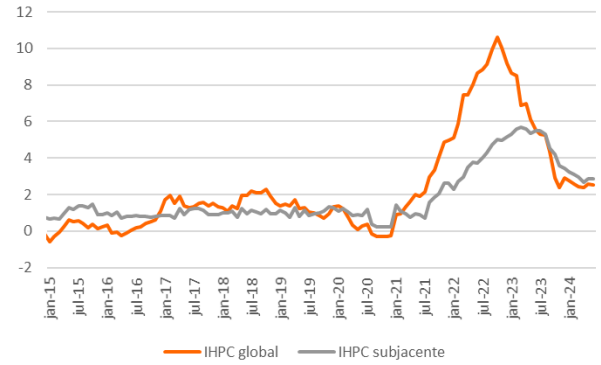
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Markit.

Zona euro: PIB
Variação homóloga (%)



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

Zona euro: IHPC
Variação homóloga (%)



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

Expectativas do mercado para a inflação na zona euro
Forward *da inflação a 5 anos daqui a 5 anos (%)*

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

Previsões macroeconómicas em **junho de 2024**

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

Notas: Cenário central do BCE. Entre parênteses, projeções anteriores (março de 2024).

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.