

Nota Breve 06/09/2024

**Mercados financeiros** · Descida de taxas: um percurso cada vez mais difícil.**Reunião de 12 de setembro de 2024: o que esperar**

- Tudo indica que o BCE reduzirá as taxas em 25 p.b. em setembro (os mercados estão a fixar a taxa *depo* em 3,50% e a *refi* em 4,00% com uma probabilidade superior a 99%).
- Depois de ter baixado as taxas diretoras em junho em -25 p.b. e de as ter mantido inalteradas em julho, o BCE esperou até à reunião de setembro para, em função dos dados disponíveis, avaliar um novo corte. A este respeito, tanto os dados de inflação de agosto como o indicador de salários negociados para o 2T mostraram um declínio em linha com o que o BCE necessitará para reduzir novamente as taxas.
- No entanto, é provável que o BCE se mantenha cauteloso, fazendo depender decisões futuras de novos dados económicos, isto apesar de as novas previsões macroeconómicas que serão publicadas nesta reunião deverem fornecer já um quadro para a discussão das próximas decisões de política monetária. O BCE ainda enfrenta uma inflação que se mantém acima do seu objetivo, com resistência em rubricas inerciais como os serviços. Esta situação poderá refletir-se numa ligeira revisão em alta da sua previsão para a inflação subjacente, que, no entanto, não deverá alterar a atual trajetória desinflacionista e a expectativa de convergência para o seu objetivo de 2% até ao final de 2025, mas que também aconselha prudência relativamente a futuras reduções das taxas.
- Embora o consenso entre os membros do BCE relativamente ao corte das taxas na reunião de setembro seja amplo, na medida em que a maioria considera que a recente trajetória desinflacionista dá margem para proceder a este corte, este consenso tenderá a desvanecer-se à medida que a taxa de intervenção se aproxime da taxa neutra nos próximos trimestres. As taxas implícitas do mercado monetário, no entanto, mostram que os investidores descontam até 4 cortes nas taxas nos próximos 6 meses com um elevado grau de convicção.

**Condições económicas e financeiras recentes**

- **A inflação está a aproximar-se do seu objetivo, apesar dos riscos persistentes:**
  - A inflação global diminuiu para 2,2% em agosto no conjunto da área do euro, enquanto a inflação subjacente (excluindo produtos alimentares e energéticos) se manteve em 2,8%. Tal como explicado na nossa [nota breve](#) sobre a evolução da inflação, a descida da inflação global no mês (-0,4 p.p.) responde, à queda significativa dos preços dos produtos energéticos (-3,0% vs. 1,2%) e à moderação gradual dos preços dos produtos industriais não energéticos (0,4% em agosto vs. 0,7% em julho), apontando para a generalização da desinflação.
  - Olhando para o futuro, e na ausência de novos choques, a evolução da desinflação continuará a ser moldada pelas mesmas forças que têm sido assinaladas desde o início do ano: por um lado, a retirada faseada do apoio à crise energética em 2022, que gerará efeitos de base que acrescentarão volatilidade aos próximos dados sobre a inflação. Por outro lado, o equilíbrio entre o crescimento dos salários, as margens das empresas e a produtividade, e quaisquer efeitos de segunda ordem que possam surgir.
    - A este respeito, os últimos dados mostram uma moderação significativa e maior do que a prevista no crescimento dos salários no 2T (quando o indicador dos salários negociados aumentou +3,6% em termos anuais, em comparação com +4,7% no 1T).
    - Embora este indicador não esteja isento de volatilidade (o *tracker* do Indeed.com recuperou para 3,9% em junho e manteve-se praticamente estável em 3,8% em julho), tudo indica que continuará a moderar-se gradualmente, à medida que os salários recuperam, pelo menos em parte, o poder de compra perdido para a inflação nos anos anteriores. Na próxima semana, o BCE terá também à sua disposição os dados relativos à remuneração por trabalhador, que serão publicados na sexta-feira, 6 de julho.
    - Esta moderação do crescimento dos salários ajudará também a atenuar o efeito depressivo sobre a produtividade que o crescimento ainda dinâmico do emprego poderia ter num contexto de baixo crescimento económico (os trabalhadores aumentaram 1,0% em termos homólogos no 2T24, em

comparação com 0,6% para o PIB; um ritmo que, de acordo com o PMI, teria permanecido relativamente estável no 3T24). Este facto deverá também favorecer a desinflação e facilitar novos cortes nas taxas do BCE.

- Por último, as margens das empresas têm vindo a diminuir e, de acordo com a repartição do deflator do PIB, a sua contribuição para a inflação é atualmente próxima de zero.

- **A atividade económica mostra novos sinais de fraqueza**

- Os sinais de retoma do crescimento da zona euro na primavera, que levaram a uma ligeira revisão em alta das previsões de crescimento do PIB por parte do BCE em junho, arrefeceram ligeiramente durante o verão, o que poderá obrigar a uma revisão em baixa das previsões do Banco.
- Tudo aponta para que a composição do crescimento do PIB da área do euro no 2T24 não será particularmente promissora para o crescimento no futuro. As famílias estão a utilizar a recuperação do poder de compra para aumentar a sua taxa de poupança, o que está a manter as vendas a retalho deprimidas e espera-se que pese sobre o consumo privado, complicando, por sua vez, qualquer recuperação baseada na procura interna. Além disso, a prolongada fraqueza industrial da Alemanha pesou fortemente sobre o investimento no país no trimestre (com a formação bruta de capital fixo a registar uma contração de -2,2% em termos trimestrais no 2T24), o que deverá também ter um impacto no conjunto da área do euro.
- Até ao momento, embora o PMI composto da zona euro permaneça em território expansionista nos meses relativos ao 3T24, tem registado um arrefecimento gradual desde maio, com uma recuperação em agosto (para 51,2 o que compara com um nível médio de 51,6 no 2T24) que se deveu, quase exclusivamente, ao dinamismo do indicador francês dos serviços graças aos Jogos Olímpicos.
- O consenso dos analistas prevê um crescimento do PIB de 0,3% em cadeia no 3T (igual ao dos dois trimestres anteriores), embora os riscos para a previsão sejam enviesados para o lado negativo, e a atual previsão para o crescimento do PIB em 2024 (0,9%) possa ser revista em baixa em cerca de uma décima de ponto percentual.
- No que se refere aos pressupostos subjacentes às previsões desde a última revisão do quadro macroeconómico, o efeito do aumento dos preços do gás natural sobre a inflação prevista deverá ser atenuado pela ligeira apreciação do euro e pela descida do preço do Brent.
- No futuro, a atividade continuará a ser apoiada por um mercado de trabalho robusto e por uma certa recuperação do poder de compra (decorrente da inércia no crescimento dos salários e da queda da inflação), bem como por condições financeiras gradualmente mais flexíveis. No entanto, persistirão também vários fatores adversos, incluindo a procura externa, que poderá permanecer deprimida, tendo em conta a fraqueza da China e as preocupações com o crescimento nos EUA, bem como as tensões geopolíticas prolongadas.

- **As condições financeiras das empresas e das famílias permanecem estáveis**

- As taxas de juro ativas para as famílias e as empresas, que começaram a moderar-se no final de 2023, permaneceram muito estáveis em níveis ainda elevados nos últimos três meses (de acordo com os dados do BCE, situavam-se em 3,75% e 5,06%, respetivamente, em agosto, cerca de 20 pontos base abaixo do pico do Outono).
- Os volumes de crédito ao sector privado continuam a apresentar um crescimento lento, embora os últimos dados do BCE relativos à zona euro no seu conjunto revelem uma ligeira aceleração do crescimento anual dos empréstimos às famílias e às empresas em julho, para +0,5% e +0,6%, respetivamente.
- Os mercados monetários estão a prever dois novos cortes nas taxas do BCE em setembro e dezembro (-25 p.b.), e mais dois em janeiro e março de 2025 como uma certeza.
- Desde a reunião do BCE em junho, o tom dos mercados financeiros tem sido marcado por uma maior volatilidade, num contexto de baixa liquidez no verão, provocando uma descida das taxas de rendibilidade das obrigações soberanas, sobretudo nas tranches mais curtas (com a taxa de rendibilidade das obrigações alemãs a 2 anos a cair mais de 40 p.b. desde 18 de julho, face a uma descida de 20 p.b. do *benchmark* a 10 anos). Nas últimas seis semanas, as ações europeias mantiveram-se muito estáveis, com o EuroStoxx 50 a cair -0,5% desde 18 de julho. Por países, as maiores quedas

concentraram-se nas bolsas francesa e italiana (-1,1% para o CAC40 e -2,5% para o FTSE Mib), enquanto o Ibex35 e o DAX alemão registaram ligeiros ganhos (0,6% e 1,3%, respetivamente).

### As mensagens do BCE

---

- Parece haver um amplo consenso entre os membros do Conselho do BCE de que, a partir dos níveis atuais das taxas, há margem para novas reduções, tendo em conta a dinâmica dos preços acima referida. Vários governadores, como Rehn e Kazaks, que não são habitualmente favoráveis a uma política monetária laxista, pronunciaram-se a favor de uma redução das taxas em setembro. Nagel, do Bundesbank, também reconheceu que a inflação está no bom caminho.
- No entanto, como Isabel Schnabel salientou na semana passada, à medida que a taxa de intervenção se aproxima da taxa neutra, a margem de erro do Banco diminui, apontando para maiores discrepâncias no Conselho do BCE a partir da Primavera.

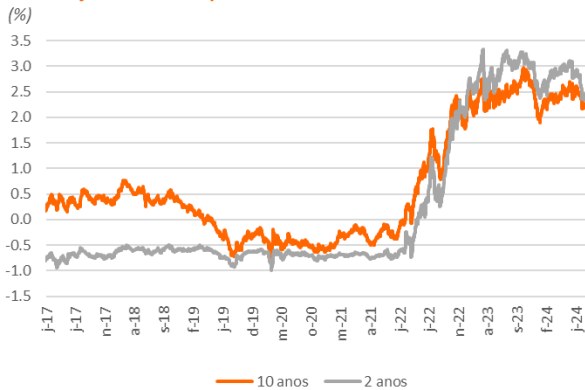
### Perspetivas do BCE a médio prazo

---

- Na procura de um equilíbrio entre a forte desinflação conseguida e o fraco crescimento da atividade económica, por um lado, e atualmente a redução mais lenta da inflação e a força do mercado de trabalho, por outro, o BCE continuará a procurar 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 levariam a taxa *depo* para 3,25% em dezembro de 2024, para pelo menos 2,50% no final de 2025 e para 2% em 2026.
- Quanto aos restantes instrumentos, o BCE continuará a reduzir o seu balanço, quer através dos reembolsos das TLTRO direcionadas (os últimos 75 000 milhões de euros vencem até ao final do ano), quer através da redução das carteiras APP (passivamente em curso com reinvestimentos nulos) e PEPP (que começou em julho com reinvestimentos parciais, permitindo o vencimento de 7 500 milhões de euros/mês, e que acelerará em 2025 com reinvestimentos nulos).

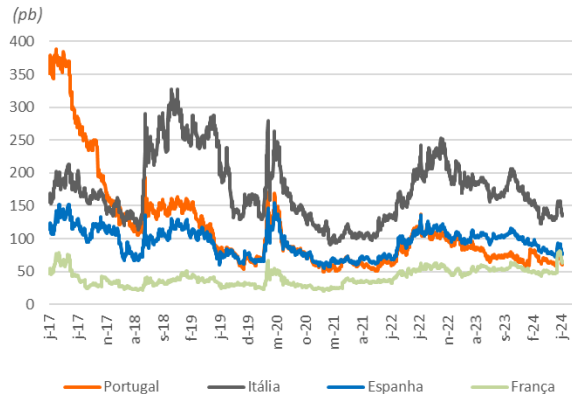
## Indicadores das condições financeiras

### Taxa de juro da dívida pública alemã



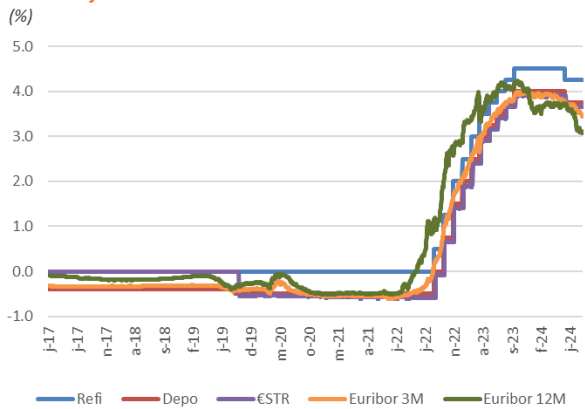
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

### Prémios de risco soberano



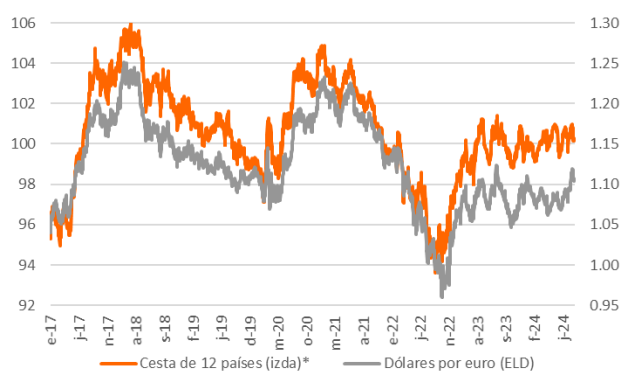
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

### Taxas de juro interbancárias



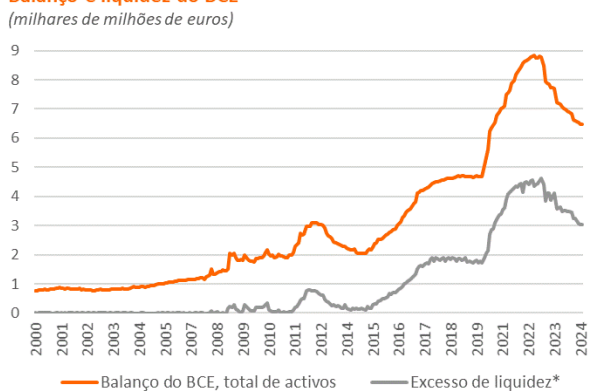
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

### Taxas de câmbio para a zona euro



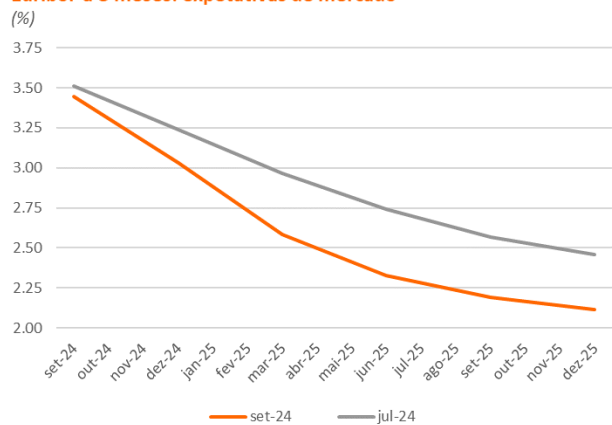
Nota: \*Taxa de câmbio efectiva nominal face a 12 moedas (100 = T1 1999).  
Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

### Balço 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.

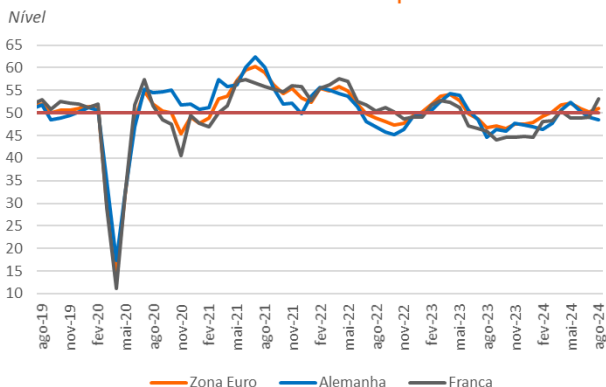
### Euribor a 3 meses: expetativas de mercado\*



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

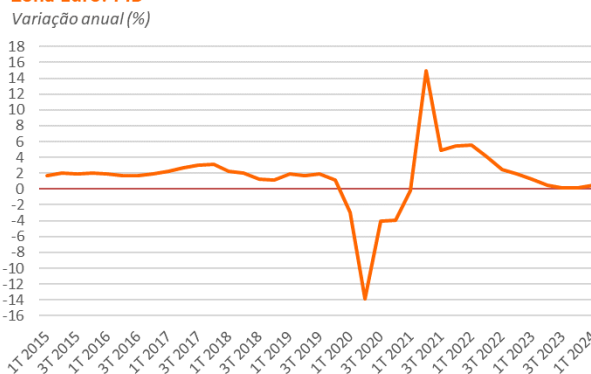
## Indicadores de condições económicas

### Zona Euro: Indicador de atividade PMI composto



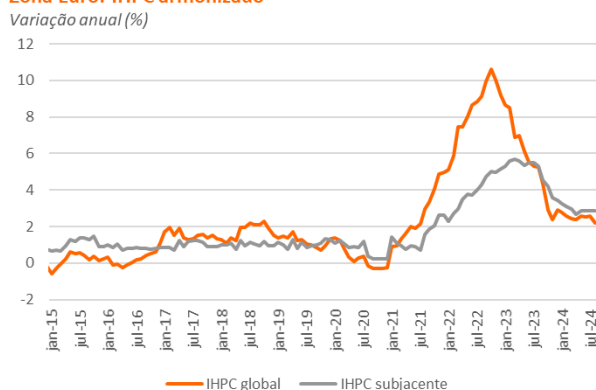
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Markit.

### Zona Euro: PIB



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

### Zona Euro: IHPC armonizado



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.

## Previsões macroeconómicas em junho de 2024

	2023	2024	2025	2026
<b>Crescimento do PIB</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9 (0,6)</b>	<b>1,4 (1,5)</b>	<b>1,6 (1,6)</b>
<b>Inflação global</b>	<b>5,4</b>	<b>2,5 (2,3)</b>	<b>2,2 (2,0)</b>	<b>1,9 (1,9)</b>
<b>Inflação subjacente</b>	<b>4,9</b>	<b>2,8 (2,6)</b>	<b>2,2 (2,1)</b>	<b>2,0 (2,0)</b>
<b>Custos de mão de obra unitários</b>	<b>6,1</b>	<b>4,7 (4,4)</b>	<b>2,5 (2,3)</b>	<b>2,1 (1,7)</b>
<b>Remuneração por trabalhador</b>	<b>5,2</b>	<b>4,8 (4,5)</b>	<b>3,5 (3,6)</b>	<b>3,2 (3,0)</b>

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

BPI Research, 2024

e-mail: [deef@bancobpi.pt](mailto: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.