

Nota Breve 05/12/2024

Mercados financeiros · 25 pontos de equilíbrio para o BCE**Reunião de 12 de dezembro de 2024: o que esperar**

- A nossa visão é a de que, na próxima semana, o BCE irá baixar as taxas em 25 p.b. e deixar a *depo* em 3,00% (100 p.b. abaixo do pico atingido em setembro de 2023 e após quatro cortes de taxas desde junho).
- Os 25 p.b. refletem o consenso no seio do BCE a favor de uma flexibilização gradual da política monetária e, ao mesmo tempo, equilibram duas visões complementares do cenário: a cautela de alguns membros para não abandonarem já a luta contra a inflação e a preocupação de outros com o risco de manter uma política restritiva num contexto de arrefecimento da atividade económica.
- Ambos os pontos de vista captam uma certa dicotomia que tem vindo a surgir nos dados:
 - Os últimos números relativos à inflação são inferiores aos esperados pelo BCE e alguns dos indicadores refletem mesmo uma inflação dentro do objetivo. No entanto, parte desta desinflação está a perder força, uma vez que reflete a normalização passada dos fatores de oferta (por exemplo, inflação negativa na energia e inflação mais baixa do que o habitual nos bens), enquanto os serviços permanecem a taxas elevadas (com expectativas e sinais de arrefecimento, mas com a cautela aconselhada por um mercado de trabalho robusto).
 - Na atividade, os sinais de arrefecimento são mais evidentes nos indicadores *soft* e de confiança (por exemplo, os PMI caíram de forma sustentada para a zona de contração) do que nos dados *hard*, mas mais desfasados no tempo (por exemplo, o PIB acelerou de +0,1% qoq no 4T de 2023 para +0,4% no 3T de 2024).
- A tudo isto junta-se um mapa de riscos centrado nas ameaças que podem pesar sobre a atividade e aumentar a inflação (desde choques energéticos a perturbações na cadeia de abastecimento e às consequências ambíguas para o BCE da agenda da nova administração Trump).
- Alguns analistas e investidores estão a apostar em cortes mais agressivos das taxas (os mercados atribuem uma probabilidade de 10% a um corte de 50 p.b. em dezembro). No entanto, tendo em conta as forças e os dados opostos, bem como o facto de o BCE voltar a reunir-se passado relativamente pouco tempo (30 de janeiro), pensamos que, em dezembro, um corte de 25 p.b. e uma mensagem que transmita a intenção de continuar a baixar as taxas de juro será mais adequado para adaptar a flexibilização da política monetária à rapidez com que se esclarecem as incertezas no cenário e nos próprios dados.

Condições económicas e financeiras recentes

- **Está a aumentar a confiança em atingir uma inflação de 2% em 2025:**
 - A inflação global da Zona Euro situou-se em 2,3% em novembro, enquanto a inflação subjacente (que exclui os produtos alimentares e a energia) se situa em 2,7% já há três meses (a taxa mais baixa desde dezembro de 2021). O *momentum* desceu para 1,6% (global) e 1,9% (subjacente) e toda uma bateria de indicadores coloca as pressões subjacentes entre 2,1% para o IPCC e 2,8% para a *super-core*.
 - Os últimos números são inferiores aos esperados pelo BCE, que projetou 2,6% para a global e 2,9% para a subjacente no 4T 2024, em comparação com as médias de outubro e novembro de 2,1% (total) e 2,7% (subjacente).
 - O maior sinal de cautela vem da inflação dos serviços, uma componente inercial que ainda era de 3,9% em novembro. No entanto, os indicadores apontam para um abrandamento nos serviços nos próximos trimestres, tanto devido ao abrandamento dos salários (visível em dados antecipados como o *tracker* do *Indeed.com*) como ao desvanecimento das pressões idiossincráticas em vários itens (por exemplo, seguros, transportes e serviços relacionados com o turismo).
- **Uma atividade com sinais mistos e que não está a ganhar força:**
 - O PIB cresceu mais do que o esperado no 3T (+0,4% qoq), embora parte da surpresa se deva à volatilidade estatística na Irlanda e ao efeito pontual dos Jogos Olímpicos de Paris.

- Por outro lado, há meses que os PMI apontam para uma maior fraqueza do que a revelada pelo PIB. No conjunto do 3T, o PMI composto da Zona Euro era de uns modestos 50,2 pontos e, em novembro, deteriorou-se para 48,3, caindo abaixo do limite entre expansão e contração (50) tanto nos serviços (49,5) como na indústria transformadora (45,2) e em todas as principais economias (com exceção de Espanha, onde o PMI continua a expandir).
- O mercado de trabalho mantém-se sólido (taxa de desemprego de 6,3% em outubro, um mínimo histórico), enquanto as famílias mantêm uma elevada taxa de poupança (15,7% no 2T 2024) que está a travar o consumo atualmente, mas que pode oferecer um impulso no futuro.
- **As condições financeiras tornam-se menos restritivas:**
 - As taxas de juro dos empréstimos às famílias e às empresas estão a diminuir face aos níveis elevados (de acordo com os dados do BCE, em setembro estavam em 3,6% e 4,8%, respetivamente, cerca de 40-50 p.b. abaixo do pico em 2023). A Euribor a 12 meses fechou o mês de novembro abaixo dos 2,50%, cerca de 150 p.b. menos do que há um ano, e os mercados monetários estão a descontar uma taxa *depo* em 1,75% em dezembro de 2025 (ou seja, um corte de 25 p.b. em dez-2024 e mais cinco em 2025).
 - O crédito está a melhorar, com o crescimento anual dos empréstimos às famílias e às empresas a acelerar para +0,8% e +1,2% em outubro (dados do BCE para o conjunto da Zona Euro).
 - A tripla vitória republicana nas eleições americanas (Presidente, Senado e Câmara) dominou os mercados. Nos EUA, o chamado *Trump trade* impulsionou os mercados bolsistas e fortaleceu o dólar, enquanto na Europa, desde a última reunião do BCE, os mercados bolsistas sofreram perdas, as taxas soberanas desceram e os prémios de risco periféricos permaneceram estáveis (em contrapartida, o prémio francês foi mais pressionado, devido a preocupações com as finanças públicas).
 - Por sua vez, o euro desvalorizou tanto em relação ao dólar como a um vasto cabaz de moedas. O petróleo Brent manteve-se em torno de 75 dólares por barril, enquanto os preços do gás aumentaram (TTF: de 40 euros/MWh para quase 50 euros/MWh), no contexto das previsões de um inverno mais frio e de reservas europeias elevadas, mas inferiores às de 2022-23.

Mensagens do BCE

- Nas últimas semanas, as mensagens do BCE mantiveram a perspetiva de uma redução da taxa de juro de 25 p.b. em 12 de dezembro, com um consenso a favor de uma redução gradual da restritividade monetária.
- Para 2025, as declarações sugerem várias nuances em torno de três grandes temas: o arrefecimento da atividade, a eventual descida da inflação e as consequências da nova Administração Trump.
- A confiança na vitória contra a inflação levou membros como o Vice-Presidente Luis de Guindos a reponderar os riscos de arrefecimento da atividade, e alguns, como Philip Lane, Mário Centeno ou François Villeroy de Galhau, alertaram mesmo para o risco de uma inflação abaixo do objetivo se as taxas caírem muito lentamente.
- No entanto, outros membros, como Isabel Schnabel e Gabriel Makhlouf, mantiveram-se cautelosos, lembrando que a inflação ainda é elevada em algumas rubricas inerciais, como os serviços, embora também reiterem a confiança na sua descida ao longo de 2025.
- Relativamente às ameaças de guerra comercial, todas as declarações concordam com um efeito negativo sobre o crescimento e a incerteza sobre a inflação. Mas enquanto alguns, como Lane, sublinham as forças desinflacionistas (por exemplo, a incerteza como inibidor da procura interna, a reorientação das exportações chinesas), outros, como Schnabel ou Lagarde, veem um impacto líquido ligeiramente inflacionista (depreciação do euro, risco de tarifas de retaliação da Europa e importações mais caras).

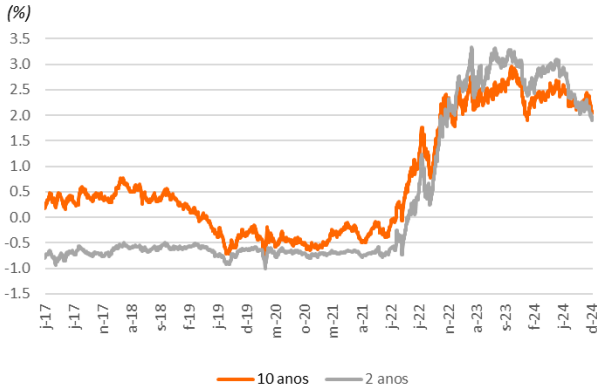
Perspetivas do BCE a médio prazo

- Esperamos uma flexibilização gradual da política monetária que, ao longo de 2025, levará as taxas de juro para níveis neutrais (taxa *depo* ~2%). Além disso, o BCE continuará a reduzir o seu balanço. Quase todas as TLTROs já se venceram e o APP e o PEPP estão a diminuir de forma passiva (com reinvestimentos zero).

- O mapa de riscos é exigente. Um arrefecimento mais acentuado da procura interna poderá reforçar a velocidade de corte das taxas para 2%. Por outro lado, a nova administração Trump pode condicionar o BCE se a robustez económica dos EUA abrandar os cortes das taxas da Fed e/ou a imposição de medidas protecionistas gerar inflação importada na Zona Euro. Tudo isto com as tensões geopolíticas como pano de fundo e a imprevisibilidade de novas perturbações do lado da oferta.

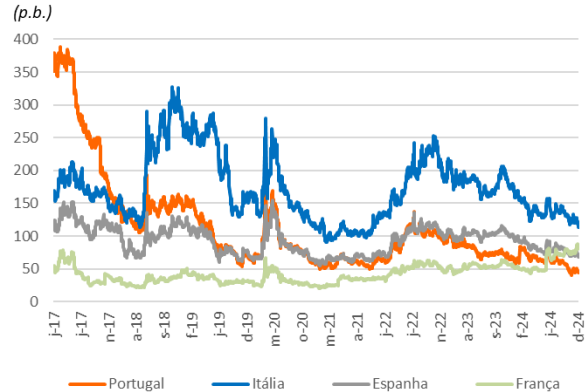
Indicadores de condições financeiras

Taxas de juro da dívida soberana alemã



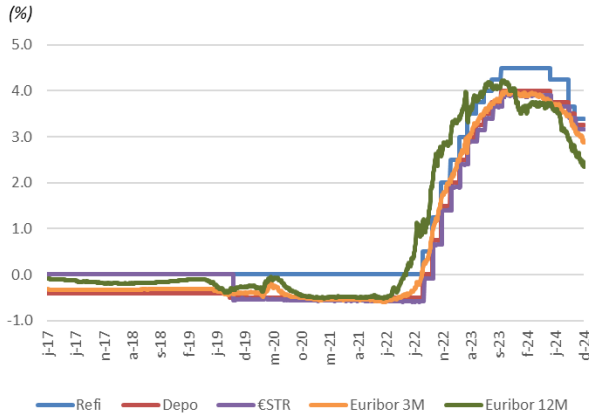
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Prémios de risco soberano



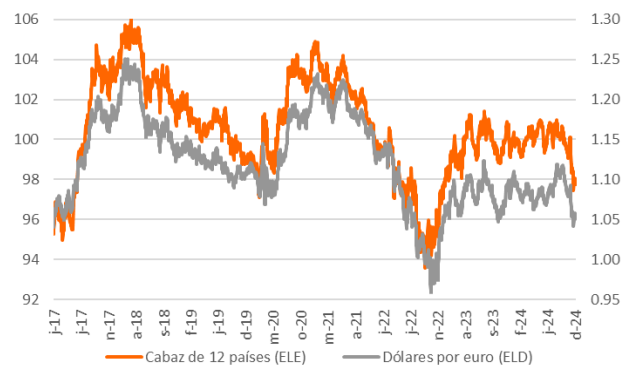
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Taxas de juro interbancárias



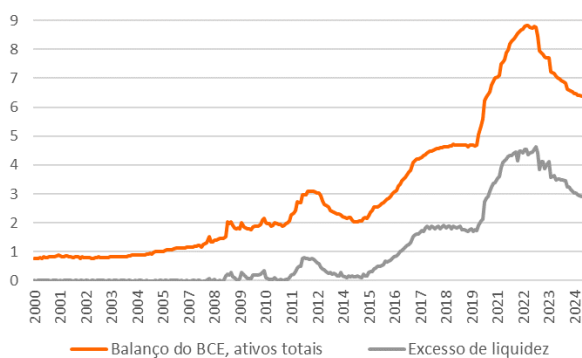
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Taxas de câmbio para a Zona Euro



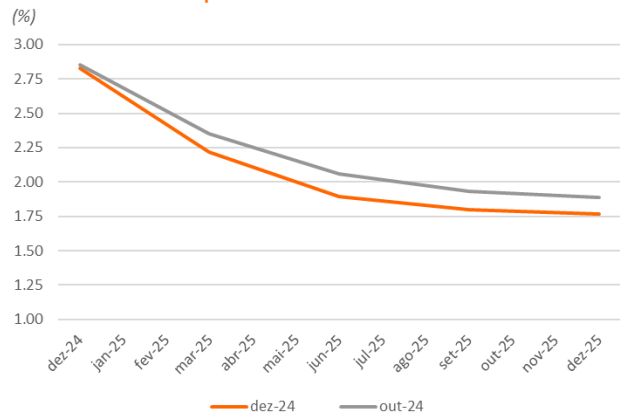
Nota: *Taxa de câmbio nominal efetiva em relação a 12 divisas (100 = 1T 1999).
Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

Balanço do BCE e liquidez (bilhões de euros)



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

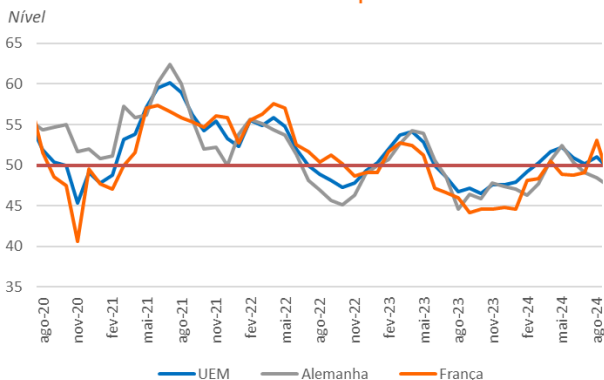
Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*



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

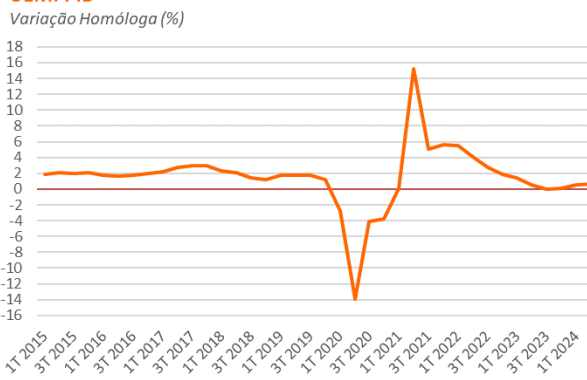
Indicadores de condições económicas

UEM: Indicador de actividade PMI composto



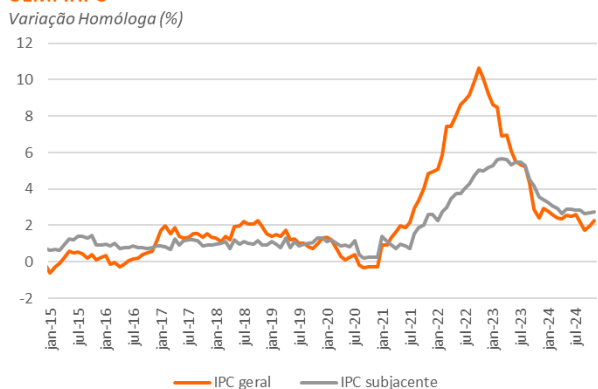
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Markit.

UEM: PIB



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

UEM: IHPC



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

Expectativas de inflação de mercado para a UEM



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

Previsões macroeconómicas em setembro de 2024

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

Notas: Cenário central do BCE. Entre parênteses, as projeções anteriores (junho 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.