

Nota Breve 23/01/2025

Mercados Financeiros · BCE aproxima-se da fronteira da neutralidade**Reunião de 30 de janeiro de 2025: o que esperar**

- Esperamos que o BCE baixe as taxas de juro em 25 p.b. (depósito a 2,75%), continuando a flexibilização da política monetária com base na melhoria da dinâmica da inflação e no arrefecimento da atividade.
- Nos últimos meses, aumentou a confiança de que a inflação se fixará no objetivo de 2% em 2025, tanto devido aos próprios dados relativos aos preços (desde a desaceleração do IPC à moderação dos salários e das margens, bem como a vários indicadores alternativos da inflação subjacente) como devido à falta de dinamismo da atividade e à deterioração do mapa de riscos (com o aparecimento de novos fatores de baixa para o crescimento e a inflação, embora as ameaças estagflacionistas ainda estejam presentes).
- Quando este quarto corte consecutivo das taxas for confirmado (o quinto desde o início dos cortes em junho de 2024), a política monetária do BCE deixará para trás o terreno claramente restritivo dos últimos dois anos e começará a orientar-se para uma zona mais neutra, aliviando o peso sobre a economia.
- Nesta nova zona, e desde que a economia não descarrile, é provável que o BCE mude de velocidade e, nos próximos trimestres, abrande o ritmo de cortes das taxas de juro para convergir suavemente para uma taxa *depo* nos 2,00%:
 - 2,00% é o nível de taxas que a maioria das estimativas considera neutro, tanto nos modelos macroeconómicos como nos estudos de analistas e nas cotações financeiras.¹
 - Mas as estimativas são incertas e o próprio BCE argumenta que deve inferir a orientação efetiva da política monetária a partir dos dados, o que sugere ajustamentos graduais das taxas.
 - Além disso, após três anos de inflação claramente acima do objetivo, e dada a persistência ainda revelada por rubricas como os serviços, é natural que o BCE mantenha uma tendência anti-inflacionista mais forte e, consequentemente, seja cauteloso com os cortes nas taxas.
- Neste sentido, os mercados atribuem uma probabilidade de 99% ao corte de 25 p.b. em janeiro e as cotações financeiras refletem a expectativa de que, a partir do 3T 2025, a taxa *depo* irá fixar-se durante muito tempo em 2,00%.

Condições económicas e financeiras recentes

- **A inflação deverá fixar-se em 2% em 2025:**
 - A inflação global da zona euro foi de 2,4% em dezembro, enquanto a subjacente (que exclui alimentos e energia) está em 2,7% há quatro meses (a taxa mais baixa desde dezembro de 2021). O *momentum* caiu para 1,9% (global) e 1,8% (*core*) e toda uma bateria de indicadores coloca as pressões subjacentes entre 2,0% para o CCPI e 2,8% para o *super-core*.
 - A principal razão para a prudência reside na inflação dos serviços, uma componente inercial que ainda era de 4,0% em dezembro. No entanto, os indicadores apontam para uma moderação dos serviços nos próximos trimestres, tanto devido ao desvanecimento das pressões idiossincráticas em várias rubricas (por exemplo, seguros, transportes e serviços de turismo) como à ausência de efeitos de segunda ordem.
 - Além disso, os dados das contas nacionais nos últimos trimestres mostram abrandamento do deflator do PIB, impulsionado pela desaceleração dos salários, pela compressão das margens das empresas e por alguns sinais de uma recuperação incipiente da produtividade: a contribuição dos custos do trabalho e das margens para o deflator do PIB diminuiu de picos respetivos de 3,3 p.p. e 3,8 p.p. em 2023 para 2,1 p.p. e 0,0 p.p. no 3T 2024, o primeiro trimestre em que a produtividade do trabalho conseguiu crescer em termos homólogos após dois anos de crescimento negativo.

¹ Holston et al. (2023), “Measuring the natural rate of interest after COVID-19”, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, estimam a taxa neutra da zona euro em 1,84% no 3T 2024 (admitindo uma inflação de 2%). A mediana do último *Survey of Monetary Analysts* do BCE aos analistas monetários considera que a taxa de juro de longo prazo se situa em 2,00%. As *forwards* da €STR situam-na em 2,3% três e quatro anos antes.

- **A atividade não está a ganhar força:**

- Os indicadores refletem uma atividade lenta nos últimos meses. O PMI composto da zona euro permaneceu na zona de estagnação no conjunto do 4T 2024 (49,3 pontos), com um equilíbrio entre a fraqueza da indústria transformadora (45,4) e a resiliência dos serviços (50,9), enquanto em dezembro o sentimento económico atingiu um mínimo de 13 meses, de acordo com o ESI (94,5 pontos contra a média histórica de 100). Em suma, o consenso dos analistas estima que o PIB terá conseguido crescer 0,2% em termos trimestrais no 4T, em linha com as projeções do BCE (o valor será divulgado em 30 de janeiro).
- A força do mercado de trabalho (taxa de desemprego de 6,3% em novembro, um mínimo histórico) continua a apoiar a economia, embora com alguns sinais de arrefecimento (o índice de expectativas de emprego da Comissão Europeia, de 98,4 em dezembro, está abaixo da sua média histórica e num mínimo de quatro anos). Por outro lado, a elevada taxa de poupança das famílias (15,3% no 3T 2024) está atualmente a travar o consumo, mas poderá constituir um vento de cauda para o futuro.

- **O relaxamento das condições financeiras está a progredir:**

- As taxas de juro dos empréstimos às famílias e às empresas estão a descer gradualmente, mas de forma constante (de acordo com os dados do BCE, em novembro eram de 3,5% e 4,5%, respetivamente, cerca de 50-80 p.b. abaixo do pico em 2023). A Euribor a 12 meses situa-se em cerca de 2,5%, menos 110 p.b. do que há um ano, e os mercados monetários esperam que estabilize em 2,3% ao longo de 2025.
- O crédito está a melhorar e, de acordo com o BCE, os empréstimos às famílias e às empresas cresceram 0,9% e 1,0% em termos anuais em novembro (dados para o conjunto da zona euro).
- Os mercados financeiros registaram avanços bolsistas (Eurostoxx 600 +2%, DAX +4%, IBEX 35 +1,5%) e recuperações das taxas de juro soberanas (num movimento global, com avanços e recuos, que deixou o *bund* a +30 p.b. líquidos) desde a última reunião do BCE (12 de dezembro), enquanto os prémios de risco soberano estreitaram cerca de 5 p.b., tanto na periferia como em França. A taxa de câmbio do euro tem oscilado entre 1,03-1,04 dólares e os preços do petróleo e do gás subiram para 80 dólares por barril de Brent e quase 50 euros/MWh.

Mensagens do BCE

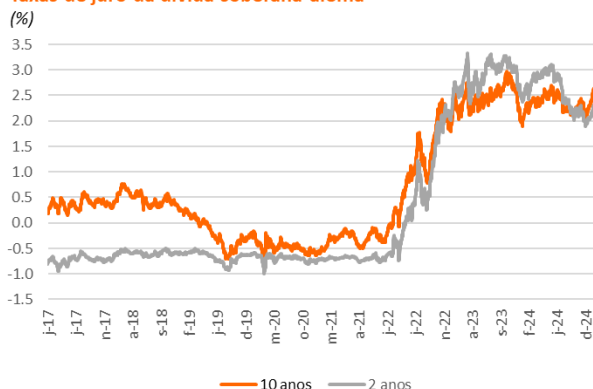
- Nas últimas semanas, as declarações públicas de vários membros do BCE coincidiram no reforço da opinião de que as taxas de juro serão gradualmente reduzidas nos próximos trimestres.
- Este ponto de vista foi claramente resumido numa entrevista de Philip Lane ao jornal austríaco *Der Standard*. Lane defendeu que as taxas devem seguir uma trajetória intermédia: não reduzir as taxas demasiado rapidamente (o que poderia comprometer a eventual desinflação dos serviços), mas não deixar as taxas demasiado elevadas durante demasiado tempo (o que poderia enfraquecer excessivamente a inflação e empurrá-la para baixo do objetivo).

Perspectivas do BCE a médio prazo

- Esperamos uma flexibilização gradual da política monetária com as taxas de juro a estabilizarem em níveis neutros (taxa *depo* ~2%) ao longo de 2025. Além disso, o BCE continuará a reduzir gradualmente o seu balanço com a redução passiva das carteiras APP e PEPP (com reinvestimentos nulos).
- O mapa de riscos é exigente. Por um lado, um arrefecimento mais acentuado da procura interna poderá reforçar a velocidade dos cortes nas taxas. Por outro, 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, influências que dependerão também do comportamento da taxa de câmbio. Tudo isto com as tensões geopolíticas como pano de fundo e a imprevisibilidade de novas perturbações na oferta, bem como um contexto menos favorável para a política orçamental em várias grandes economias europeias.

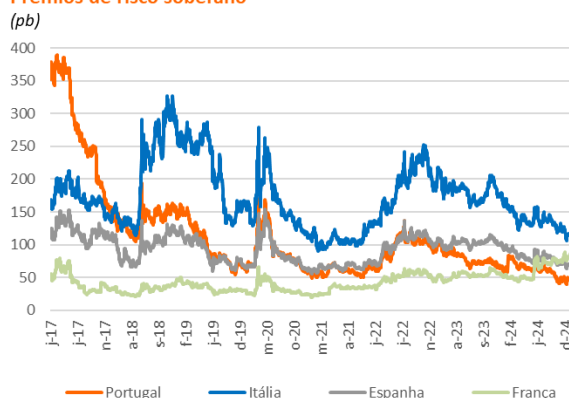
Indicadores de condições financeiras

Taxas de juro da dívida soberana alemã



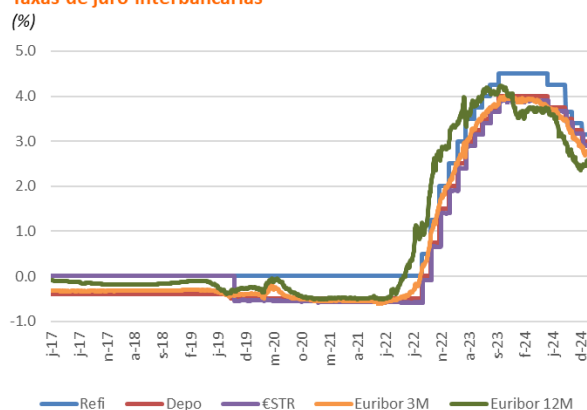
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Prémios de risco soberano



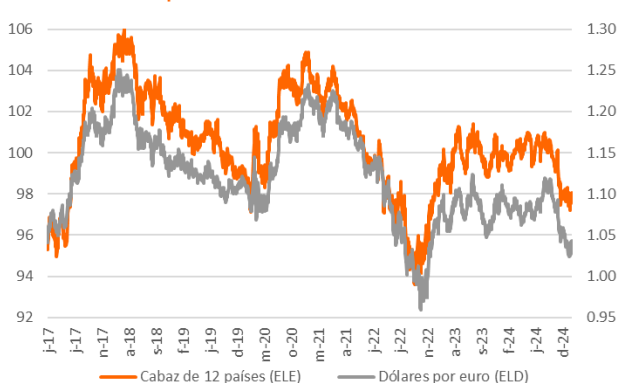
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Taxas de juro interbancárias



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

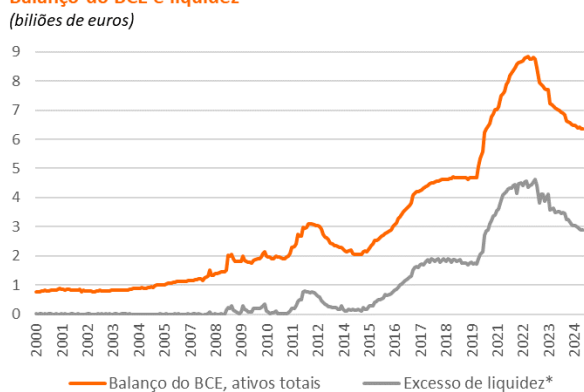
Taxas de câmbio para a zona euro



Nota: *Taxa de câmbio nominal efetiva em relação a 12 divisas (100 = 1T 1999).

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

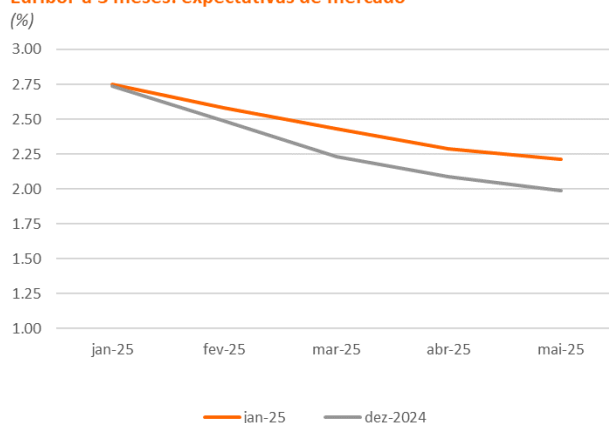
Balanço do BCE e liquidez



Nota: *Depósitos na facilidade de depósitos mais excesso de reservas menos utilização da facilidade marginal de crédito.

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

Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*



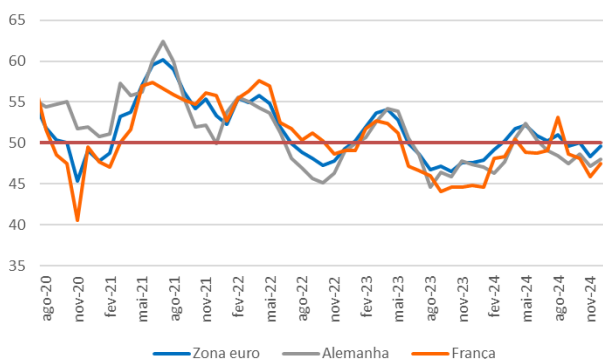
Nota: *Futuros da euribor a 3 meses.

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

Indicadores de condições económicas

UEM: Indicador de actividade PMI composto

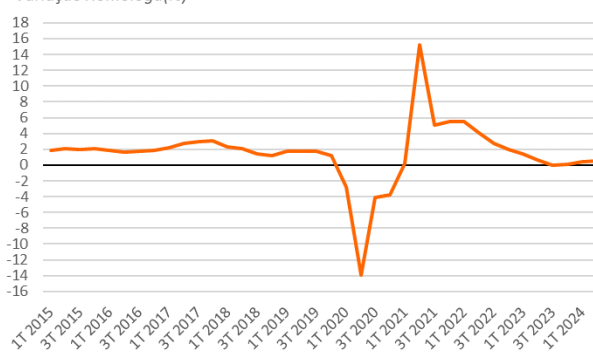
Nível



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

Zona euro: PIB

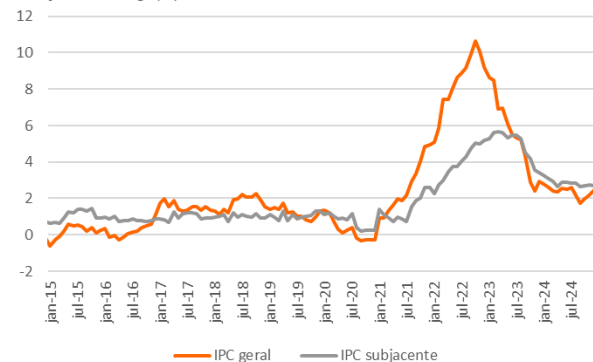
Variação Homóloga(%)



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

Zona euro: IHPC

Variação Homóloga(%)



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

Expectativas de inflação de mercado para a UEM

Forward da inflação a 5 anos dentro de 5 anos (%)



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

Previsões macroeconómicas em dezembro de 2024

	2023	2024	2025	2026	2027
Crescimento do PIB	0,5	0,7 (0,8)	1,1 (1,3)	1,4 (1,5)	1,3
Inflação global	5,4	2,4 (2,5)	2,1 (2,2)	1,9 (1,9)	2,1
Inflação subjacente	4,9	2,9 (2,9)	2,3 (2,3)	1,9 (2,0)	1,9
Custos unitários do trabalho	6,4	4,7 (4,5)	2,6 (2,6)	2,0 (2,1)	2,0
Remuneração por trabalhador	5,4	4,6 (4,5)	3,3 (3,6)	2,9 (3,2)	2,8

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

BPI Research, 2025

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.