

Nota Breve 02/09/2022

Mercados financeiros · O BCE continuará a aumentar as taxas oficiais a um ritmo elevado em setembro**Reunião de 8 de setembro de 2022: o que esperamos**

- Dado o maior risco de persistência de pressões inflacionistas, esperamos que o BCE decida aumentar novamente as taxas de juro oficiais na sua reunião da próxima semana em Frankfurt. A maior parte da reunião irá provavelmente concentrar-se em alcançar um consenso sobre a dimensão da subida, com os comentários mais recentes de alguns membros do Conselho do BCE a mostrar uma clara divergência entre aqueles que apoiam a manutenção do ritmo já aprovado em julho (de 50 p.b.) e outros que favorecem um ajustamento em alta (para 75 p.b.). Pensamos que, no cômputo geral, será alcançada uma maioria para aumentar as taxas em 50 p.b., o que daria ao Conselho mais tempo para avaliar a evolução da situação no mercado do gás e o possível impacto da crise energética.
- Na próxima semana o BCE irá também atualizar o quadro macroeconómico. Após meses de surpresas em alta nos dados, a previsão da inflação terá provavelmente de ser revista em alta tanto para 2022 (6,8% projetada em junho) como para 2023 (3,5%). Em 2024 (2,1%), esperamos que a revisão da previsão seja menor, e que, em todo o caso, se mantenha uma tendência de convergência de volta ao objetivo. Quanto ao crescimento do PIB, a surpresa positiva no segundo trimestre de 2022, bem como a revisão do primeiro trimestre, poderá fazer subir a previsão para 2022 (2,8% projetada em junho), embora seja muito provável que em 2023 (2,1%) e, em menor grau, em 2024 (2,1%) se reflita um maior abrandamento da atividade económica.
- Quanto à *forward guidance*, esperamos que o BCE reitere que, no futuro, a dimensão da subida das taxas de juro será decidida numa base de reunião a reunião, dando ao mesmo tempo sinais claros de que o banco central está preparado para acelerar o processo de normalização monetária, se necessário. Neste contexto, é provável que o Conselho do BCE inicie uma discussão sobre as estimativas de onde poderá estar o nível neutral das taxas de juro oficiais, bem como sobre os possíveis efeitos que um aumento das taxas para território mais restritivo poderá implicar, de acordo com o preço que é descontado pelos mercados. Esperamos que o BCE reitere o seu apoio unânime à prontidão em ativar a ferramenta anti-fragmentação TPI (*Transmission Protection Mechanism*), bem como em manter a flexibilidade no reinvestimento nos vencimentos do programa de compra de ativos PEPP.

Condições económicas e financeiras recentes

- Os indicadores de confiança apontam para uma clara deterioração da atividade económica em toda a zona euro neste trimestre, após a surpresa positiva do crescimento do PIB no 2T 2022 (0,6% trimestral). Assim, o PMI composto permaneceu na zona de contração pelo segundo mês consecutivo em agosto (-0,7 pontos para 49,2), o indicador de confiança da Comissão Europeia deteriorou-se para mínimos desde o início de 2021 (-1,3 pontos para 97,6), enquanto o índice de confiança dos consumidores se manteve próximo dos mínimos históricos (-24,9 pontos). Olhando para a parte final do ano, a situação poderá mesmo piorar, uma vez que a estratégia da Rússia de interrupções frequentes do fornecimento de gás ameaça o funcionamento normal da economia e mantém os preços do gás em níveis historicamente elevados, colocando uma pressão ascendente sobre a inflação.
- A este respeito, a inflação na zona euro surpreendeu mais uma vez, atingindo um novo máximo histórico de 9,1% homólogo em agosto, mais 0,2 p.p. do que no mês anterior. O incremento deveu-se principalmente ao aumento da inflação subjacente (excluindo alimentos e energia), que subiu 0,3 p.p. para 4,3%. Os preços da energia desaceleraram, embora ainda permaneçam em níveis muito elevados. Em 9 dos 19 países da zona euro, a inflação já é superior a 10%.
- Por sua vez, a intensificação da crise energética levou a um aumento das expectativas de inflação nos mercados financeiros nos próximos 24 meses e, conseqüentemente, a uma revisão em alta das taxas implícitas no mercado monetário. Assim, os mercados esperam que o BCE aumente as taxas de juro oficiais em 150 p.b. até ao final do ano e em 75 p.b. em 2023, ou seja, mais 125 p.b. durante todo o período em comparação com o que se esperava no final de julho. Neste contexto, os índices bolsistas diminuíram (em agosto, -5% para o Eurostoxx 50 e -3% para o IBEX), o euro desvalorizou-se (em torno da

paridade em relação ao dólar), enquanto que as taxas soberanas recuperaram. Pela positiva, os prémios de risco da dívida soberana permaneceram relativamente estáveis em torno dos níveis registados desde junho, inclusive em Itália, apesar das eleições antecipadas em setembro. O BCE prestou apoio a estes mercados através de reinvestimentos do PEPP (17 mil milhões de euros a favor da dívida periférica em junho-julho) e do anúncio do TPI.

Mensagens do BCE

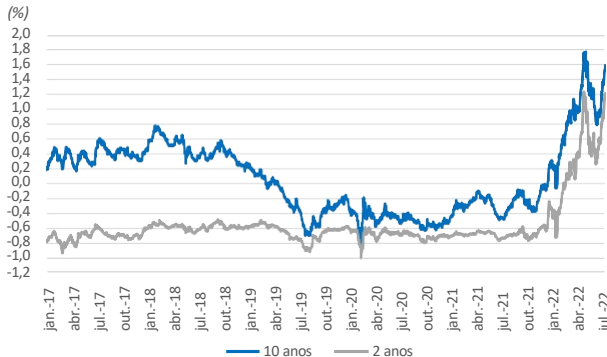
- As mensagens mais recentes dos membros do Conselho do BCE mostraram maior preocupação com o possível impacto da crise energética no crescimento económico, bem como, e principalmente, na intensificação das pressões inflacionistas e no risco de desancorar das expectativas a longo prazo dos agentes económicos. A este respeito, há um apoio generalizado a uma maior retirada do estímulo monetário, mas parece haver divergências no ritmo de aperto. Já na reunião de julho, a ata mostrou que alguns membros teriam preferido uma subida de 25 p.b., de acordo com o que tinha sido comunicado anteriormente.
- Assim, os membros mais *hawkish* (como os Governadores dos Bancos Centrais da Alemanha, Holanda e Áustria) alertaram para o risco de a inflação permanecer mais elevada durante muito mais tempo e que, para a conter, a forma mais adequada seria acelerar a retirada dos estímulos monetários a curto prazo. Assim, alguns governadores foram favoráveis ao aumento das taxas em 75 p.b. na reunião seguinte, em setembro. Também foi feita referência à possibilidade de reavaliar a política de reinvestimento de ativos numa data posterior.
- Por outro lado, outros membros do Conselho têm sido mais cautelosos, alertando para o maior risco de recessão económica e para a necessidade de manter alguma margem de manobra no caso de a situação mudar abruptamente. Nesta ala registamos os comentários do economista-chefe Philip Lane, que recentemente salientou que seria apropriado aumentar as taxas a um ritmo constante, ou seja, "não demasiado lento e não demasiado rápido", o que permitiria "correções a meio do processo", se necessário.
- Quanto à direção da política monetária a médio prazo, destacamos as mensagens do Governador do Banco de França, François Villeroy de Galhau, que no seu discurso na conferência de Jackson Hole salientou que não deve haver dúvidas de que o BCE poderia levar as taxas de juro a um nível restritivo, ou seja, acima do nível considerado neutral (entre 1% e 2%, segundo o próprio Villeroy de Galhau). Por seu lado, Isabel Schnabel salientou que as taxas teriam de permanecer em níveis elevados durante um período prolongado a fim de conter a subida dos preços.

Perspetivas do BCE a médio prazo

- Acreditamos que, para além desta reunião, o risco de persistentes pressões inflacionistas deixará o BCE sem outra alternativa que não seja continuar a ajustar as taxas oficiais em alta, provavelmente com aumentos consecutivos em cada reunião, pelo menos até à primeira parte de 2023. Tal trajetória aproximaria a taxa *depo* de 2%, embora não se exclua a possibilidade de o BCE ter de fazer ajustamentos mais substanciais se a inflação não mostrar sinais de moderação na última parte de 2022. Neste contexto, em setembro deste ano, estamos em processo de revisão das nossas principais previsões macroeconómicas. O novo cenário implicará, entre outros elementos, um ritmo um pouco mais rápido de subida de taxas pelos principais bancos centrais.
- Relativamente aos programas de compras de ativos, acreditamos que o BCE continuará ativo nos mercados de dívida soberana através de reinvestimentos no vencimento dos ativos adquiridos através do APP e do PEPP. Além disso, esperamos que o BCE mantenha a flexibilidade no reinvestimento dos vencimentos do PEPP, a fim de evitar picos indesejados nos prémios de risco. Assim, é provável que parte dos cerca de 20 mil milhões de euros com vencimento mensal continue a ser canalizada para a compra de dívida a países da periferia da zona euro, tal como foi feito em junho-julho.
- Quanto ao TPI, acreditamos que o efeito comunicativo do seu anúncio foi bem sucedido na atenuação das pressões ascendentes sobre os prémios de risco periféricos e, na ausência de qualquer choque adverso, o BCE poderá não ter de o ativar, pelo menos no curto prazo. Dito isto, o país que está a atrair mais atenção é Itália, com um prémio de risco de cerca de 235 p.b. e muita incerteza política antes das eleições antecipadas para o final de setembro.

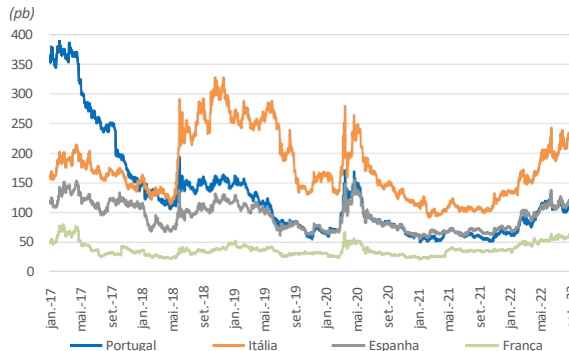
Indicadores de condições financeiras

Taxa de juro da dívida soberana alemã



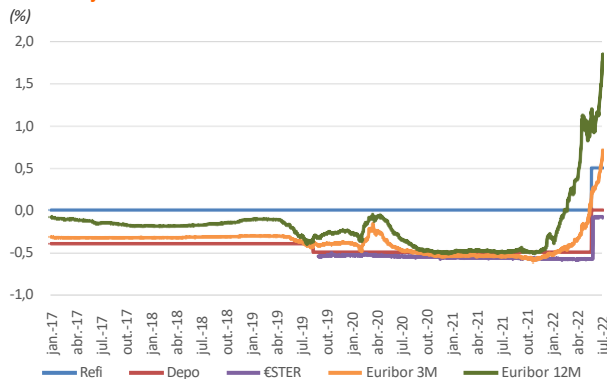
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Prémios de risco soberanos



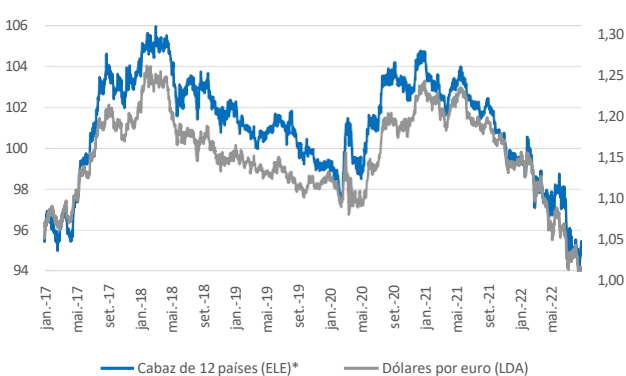
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Taxas de juro interbancárias



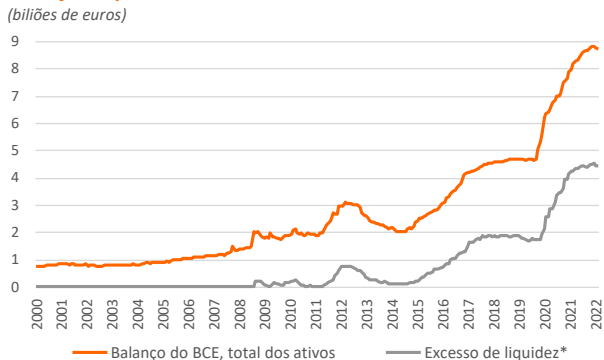
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Taxas de câmbio na Zona Euro



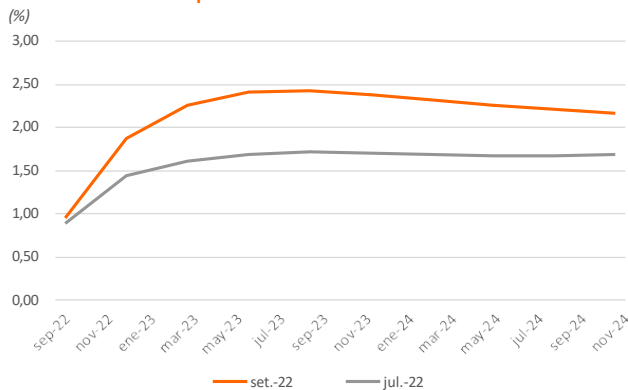
Nota: *Taxa de câmbio nominal efetiva em relação a 12 moedas (100 = 1T 1999).
 Fonte: BPI Research, a partir de dados da BCE.

Balanço 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.

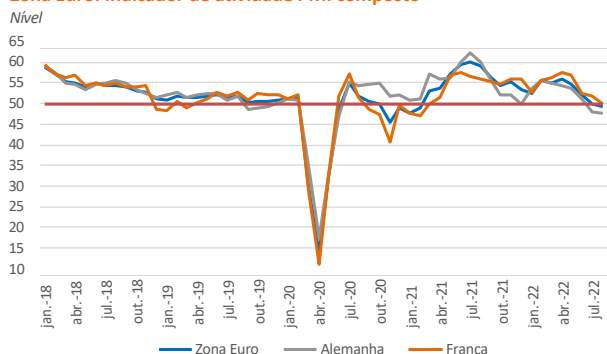
Euribor a 3 meses: expetativas de mercado*



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

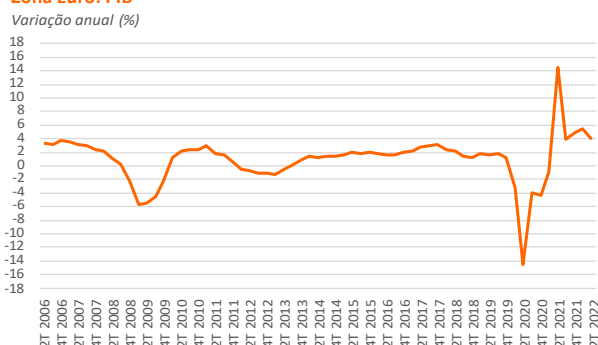
Indicadores de condições económicas

Zona Euro: Indicador de atividade PMI composto



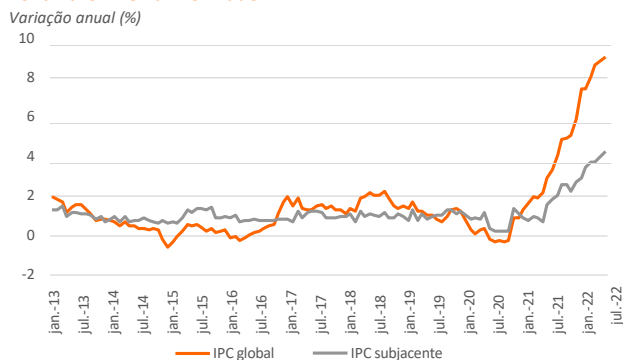
Fonte: BPI Research, a partir de dados do Markit.

Zona Euro: PIB



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

Zona Euro: IPC harmonizado



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 de junho 2022

	2021	2022	2023	2024
Crescimento do PIB	5,4	2,8 (3,7)	2,1 (2,8)	2,1 (1,6)
Inflação global	2,6	6,8 (5,1)	3,5 (2,1)	2,1 (1,9)
Inflação subjacente	1,3	3,3 (2,5)	2,8 (1,8)	2,3 (1,9)
Remuneração por empregado	4,1	4,2 (3,6)	4,3 (3,4)	3,7 (2,9)

Notas: Cenário central do BCE. Entre parênteses, projeções anteriores (março de 2022).

BPI Research, 2022
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.