

Nota Breve 26/01/2023

**Mercados financeiros** BCE irá aumentar as taxas em 50 p.b. e sinalizar novas subidas**Reunião de 2 de fevereiro de 2023: o que esperar**

- Na sua primeira reunião do ano, esperamos que o BCE decida aumentar as taxas de juro em 50 p.b. para 2,50% (*depo*) e 3,00% (*refi*), colocando-as num intervalo já considerado moderadamente restritivo.
- Este aumento adicional será justificado tanto pelos níveis desconfortavelmente elevados em que a inflação permanece como pela possibilidade de demorar mais tempo do que o desejado para que desça para o objetivo de 2%. De facto, a própria opinião do BCE é que, sem mais restrições monetárias, os efeitos de segunda ordem tornarão mais persistentes as pressões ascendentes sobre os preços, o que, de acordo com as suas próprias previsões, resultaria numa inflação acima dos 2% até 2025.
- Com esta perspetiva, e num contexto de evolução económica melhor do que o esperado na zona euro, esperamos que o BCE mantenha a sua declaração de dezembro, assinalando que continuará a aumentar as taxas de forma significativa e sustentada. A nossa previsão, que está de acordo com as expectativas implícitas nos mercados financeiros, é que o BCE irá aumentar as suas taxas oficiais para um pico de 3,50% (*depo*) e 4,00% (*refi*) até meados de 2023, mas o tom comunicativo de Lagarde e do Conselho do BCE em fevereiro será importante para confirmar este ponto de vista.
- Na próxima semana, o BCE dará também mais pormenores sobre a redução da carteira de obrigações adquiridas ao abrigo do programa APP. Em dezembro já comunicou que, a partir de março, este movimento será feito através de uma redução mensal de 15 mil milhões nos reinvestimentos: ou seja, apenas 45% de todas as obrigações vencidas serão reinvestidas. Segundo as [nossas estimativas](#), isto irá acompanhar, em vez de intensificar, o aperto das condições monetárias devido ao aumento das taxas de juro oficiais.

**Condições económicas e financeiras recentes**

- A inflação está a cair devido à energia (e continuará a fazê-lo), mas as componentes subjacentes exibem inércia:
  - A inflação tem vindo a diminuir constantemente desde há dois meses, de 10,6% homóloga em outubro para 9,2% em dezembro. No entanto, a descida é explicada pela moderação dos preços da energia (de +41,5% em outubro para +25,5% em dezembro), enquanto as pressões subjacentes mostram inércia (a inflação de base, excluindo energia e alimentos, acelerou para 5,2%) e os alimentos continuam com um crescimento elevado (+13,5% no 4T 2022).
  - A tendência para 2023 deverá ser de uma redução sustentada da inflação, impulsionada por efeitos de base, preços de energia mais estáveis, a atenuação de estrangulamentos (já relativamente normalizados, de acordo com vários indicadores) e uma atividade com menor dinamismo. De acordo com as nossas previsões, 2023 fechará com uma inflação ligeiramente inferior a 4% e o objetivo de 2% só será alcançado no final de 2024.
  - Uma questão chave são os efeitos da segunda ordem que se podem materializar através da evolução salarial e das expectativas de inflação:
    - Os salários continuam a não mostrar sinais claros de aceleração, com um crescimento bem abaixo da inflação. O índice salarial negociado do BCE registou um aumento de 2,9% homólogo no 3T 2022 (próximo da média anual), enquanto o indicador salarial para ofertas de emprego publicado no Indeed.com permaneceu em cerca de 5,0% em dezembro (valores semelhantes desde agosto). No entanto, é de esperar que a perda de poder de compra conduza a mais pressão para aumentos salariais. De facto, de acordo com cálculos do BCE, os últimos acordos assinados em 2022 apontam para um crescimento salarial de 5,0% este ano.
    - As expectativas de inflação a longo prazo estão razoavelmente ancoradas em 2%. De acordo com o último Inquérito do BCE (*Survey of Professional Forecasters*), as expectativas a longo prazo do consenso dos analistas situam-se em 2,2% (média; 2,0% na mediana), embora com algum aumento

da probabilidade de inflação acima dos 3% (18% vs. 13% há seis meses). As expectativas líquidas de ativos financeiros continuam a flutuar ligeiramente acima dos 2,0%.

- A atividade económica modera-se, devido ao peso da inflação, de condições financeiras mais restritivas e incerteza, mas resiste melhor do que o esperado:
  - Os últimos dados de atividade surpreenderam pelo lado positivo e sugerem que a zona euro poderá ter evitado uma contração no 4Q 2022 (o PIB será publicado no próximo 31 de janeiro). Primeiro, a Alemanha terá conseguido crescer modestamente no quarto trimestre, de acordo com a primeira estimativa do PIB anual (+2,0% em 2022 como um todo, sem detalhe trimestral).
  - Em segundo lugar, a produção industrial avançou 2,0% homólogo em novembro (3,4% em outubro), enquanto que as vendas a retalho são mais fracas, mas sem agudizar a sua descida (-2,8% homólogo em novembro e -2,6% em outubro).
  - Em terceiro lugar, os indicadores de sentimento estão a recuperar da acentuada deterioração sofrida no outono. Em janeiro, o PMI composto da zona euro voltou à zona de expansão (50,2 pontos) e a confiança dos consumidores aumentou para -20,9 pontos (um nível baixo, mas uma recuperação clara do mínimo histórico de quase -30 pontos no Outono).
  - Finalmente, o mercado de trabalho permanece robusto, com uma taxa de desemprego em mínimos (6,5% em novembro) e uma taxa de atividade a um nível recorde (75% entre a população com idades compreendidas entre os 15 e os 64 anos).
  - Tudo isto, somado à estabilização dos mercados energéticos (com preços de gás historicamente elevados, mas muito menos stressados do que nos meses anteriores, e reservas ainda elevadas), está a traduzir-se numa melhoria das previsões de atividade para a zona euro: no BPI Research aumentámos a previsão do PIB 2023 para 0,5% (+0,3 p.p.).
- Os mercados financeiros têm estado otimistas quanto à diminuição da inflação e à resiliência da atividade. Nos mercados da energia, houve uma queda acentuada dos preços do gás, tanto no mercado *spot* (na média de janeiro, 50% mais baixa do que em meados de dezembro) como de futuros para 2023 (45% mais baixa), enquanto os mercados bolsistas se mantiveram claramente em alta (EuroStoxx 50 +8,3% desde a última reunião do BCE) e o euro reforçou-se e está a aproximar-se dos \$1,10. Por outro lado, o tom de aperto do BCE traduziu-se num achatamento das curvas soberanas e num aumento das expectativas do mercado monetário (descontam uma *depo* de cerca de 3,50% no 3T e 4T 2023, ou seja, mais 50 p.b. do que o esperado há um mês atrás).

## Mensagens do BCE

- Os membros do BCE continuaram a usar um tom de prudência sobre a inflação, com especial preocupação sobre a repercussão entre os preços intermédios e finais, os efeitos secundários que podem surgir no mercado de trabalho e o impacto de medidas fiscais que consideram insuficientemente direcionadas.
- Assim, desde a sua última reunião, as mensagens do BCE têm reiterado a necessidade de continuar a endurecer a política monetária, embora com uma certa disparidade de opiniões sobre a forma de a implementar. A maioria das declarações, com Lagarde à cabeça, apoiaram as orientações dadas em dezembro (ou seja, subidas de 50 p.b. em mais de uma reunião e com a perspetiva de que uma *depo* de 3,0% seria ainda um nível demasiado baixo). No entanto, alguns membros, como o governador do Banco de Itália, defendem não se comprometerem ainda com um aumento de 50 p.b. em março e, dada a incerteza do contexto atual, mantêm todas as opções em cima da mesa tendo em vista as reuniões da Primavera.

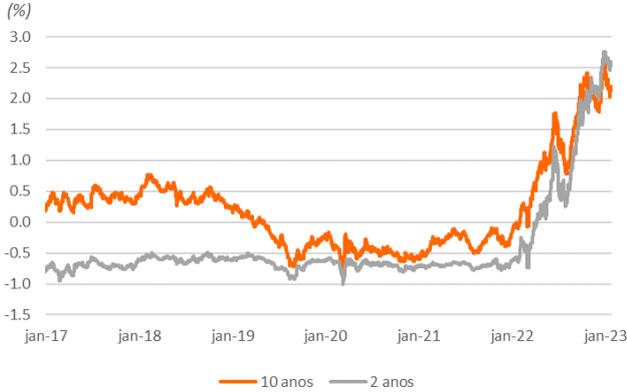
## Perspectivas do BCE a médio prazo

- O BCE continuará a aumentar as taxas durante todo o primeiro e segundo trimestre de 2023, elevando a taxa *depo* para 3,5% e a taxa *refi* para 4,0% em junho. Estes níveis, claramente mais restritivos do que o esperado há alguns meses atrás, deveriam representar o nível final deste ciclo de subidas.
- Em termos de programas de compra, o BCE continuará presente nos mercados de dívida soberana através de reinvestimentos de ativos. Embora acabe com os reinvestimentos do APP em 2023, não o fará abruptamente, enquanto que os reinvestimentos do PEPP devem continuar até 2024.

- Relativamente ao TPI, o efeito comunicativo do seu anúncio foi bem-sucedido na atenuação das pressões ascendentes sobre os prémios de risco periféricos e, na ausência de novos choques adversos, o BCE não precisará de o ativar, pelo menos a curto prazo.

## Indicadores das condições financeiras

### Taxas de juro da dívida soberana alemã



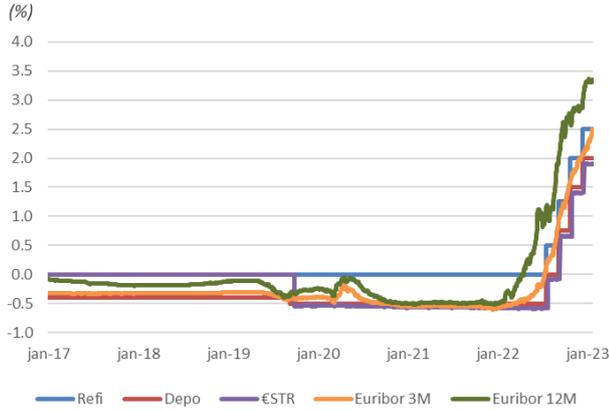
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

### Prémios de risco soberanos



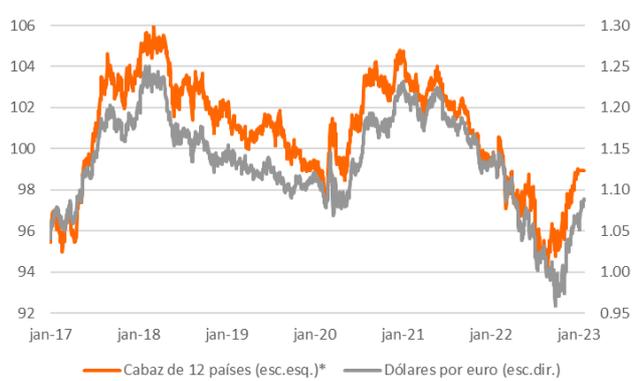
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

### Taxas de juro interbancárias



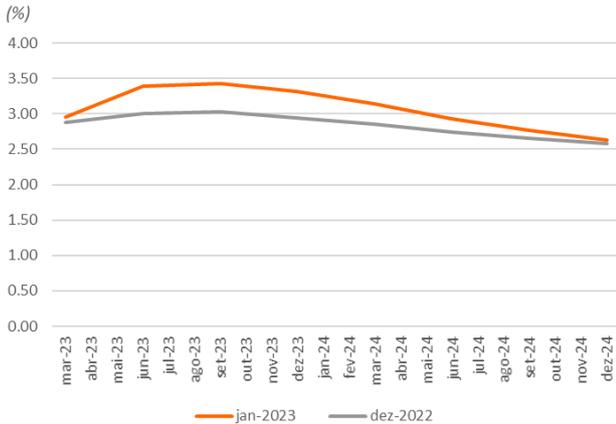
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

### Taxas de câmbio para a Zona Euro



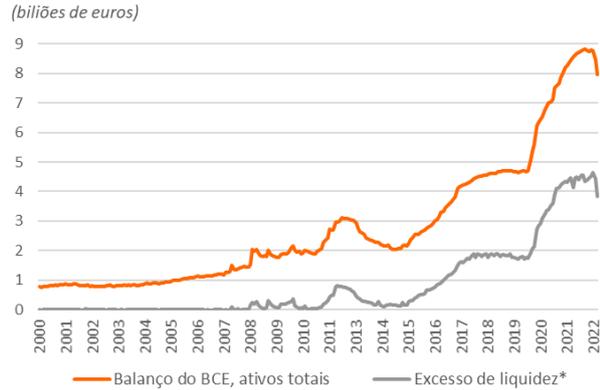
Nota: \*Taxa de câmbio nominal efetiva em relação a 12 divisas (100=1T 1999).  
 Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

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



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

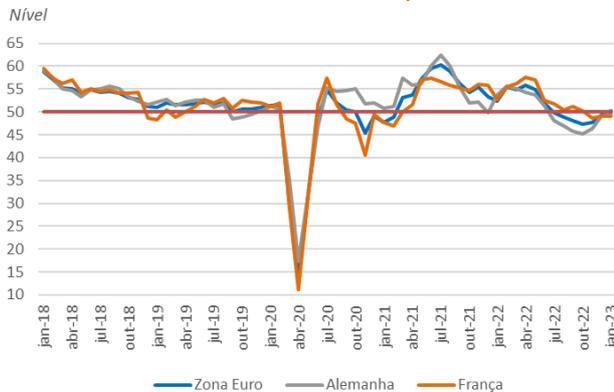
### Balço do BCE e liquidez



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

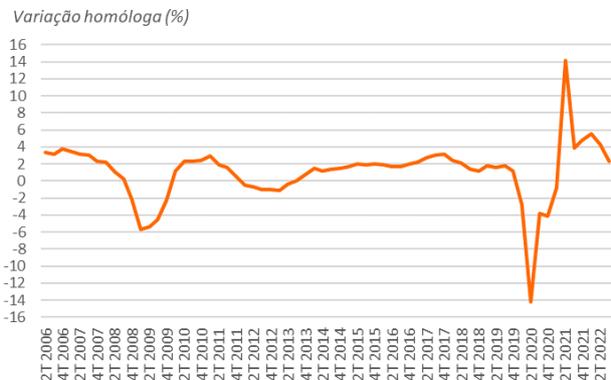
## Indicadores das condições económicas

### Zona Euro: Indicador de atividade PMI compósito



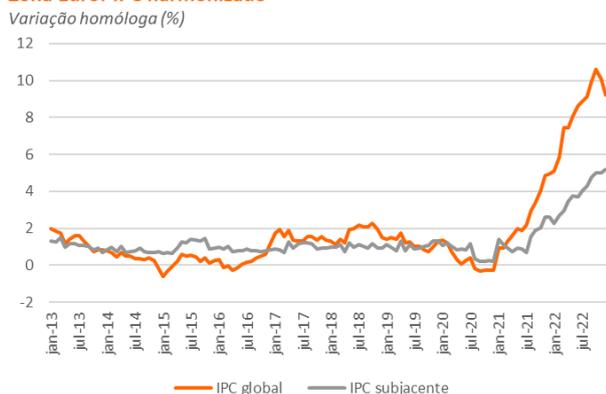
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Markit.

### 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 de mercado para a Zona Euro



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

## Projeções macroeconómicas em dezembro de 2022

	2021	2022	2023	2024	2025
<b>Crescimento do PIB</b>	<b>5,2</b>	<b>3,4 (3,1)</b>	<b>0,5 (0,9)</b>	<b>1,9 (1,9)</b>	<b>1,8</b>
<b>Inflação global</b>	<b>2,6</b>	<b>8,4 (8,1)</b>	<b>6,3 (5,5)</b>	<b>3,4 (2,2)</b>	<b>2,3</b>
<b>Inflação subjacente</b>	<b>1,5</b>	<b>3,9 (3,9)</b>	<b>4,2 (3,4)</b>	<b>2,8 (2,3)</b>	<b>2,4</b>
<b>Remuneração por empregado</b>	<b>4,1</b>	<b>4,5 (4,0)</b>	<b>5,2 (4,8)</b>	<b>4,5 (4,0)</b>	<b>3,9</b>

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

BPI Research, 2023

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.