

Nota Breve 08/09/2023

Mercados financeiros · BCE: Última etapa ou pausa para hidratação?**Reunião de 14 de setembro de 2023: o que esperamos**

- O BCE encara a reunião de setembro com a porta aberta para deixar as suas taxas de juro inalteradas pela primeira vez após mais de um ano de subidas sustentadas (+425 p.b. desde julho de 2022).
- Isto não significa que o endurecimento da política monetária tenha terminado. Os mercados financeiros atribuem uma probabilidade de 35% a que o BCE aumente as taxas em setembro, mas a probabilidade de que o faça antes do final do ano é de 70%. De facto, a nossa opinião no BPI Research é que o BCE ainda irá fazer mais uma subida, para colocar as taxas num pico de 4,00% (*depo*) e 4,50% (*refi*).
- Esta visão reflete a preocupação, sublinhada pelo próprio BCE, de que a inflação se mantém demasiado elevada durante demasiado tempo: apesar de ter sofrido uma correção significativa este ano, tanto a inflação global como a inflação subjacente ainda estão acima dos 5%, e pensamos que a sua redução (e consolidação) para o objetivo de 2% será medida mais em anos ou trimestres do que em meses.
- No entanto, a debilidade demonstrada pelos últimos indicadores de atividade pode levar o BCE a fazer uma pausa em setembro e esperar por mais visibilidade. O BCE tem vindo a sublinhar que as suas decisões dependem da evolução dos dados e, nos próximos meses, tornar-se-á mais claro até que ponto a debilidade se transfere para a atividade económica da Zona Euro.
- Além disso, os dados relativos à inflação conhecidos durante o verão são difíceis de ler porque estão distorcidos por efeitos de base. O desaparecimento destas distorções a partir do outono dará também mais visibilidade sobre a velocidade real a que as pressões sobre os preços estão a abrandar.
- Além disso, uma pausa em setembro pode também ser útil para o BCE de um ponto de vista estratégico, para gerir as expectativas de modo a que estas ajudem a manter o ambiente monetário restritivo que o BCE deseja:
 - Assim que os investidores considerarem que as taxas do BCE atingiram o seu pico e centrem a sua atenção na antecipação do primeiro corte das taxas de juro, torna-se mais difícil para o BCE ancorar as condições monetárias em território restritivo e existe o risco de que, com vista a cortes nas taxas, o ambiente financeiro se torne mais relaxado do que o desejado pela política monetária.
 - Para evitar este desanuviamiento, o BCE poderá ter de recordar aos investidores a sua intenção de manter uma política restritiva, e uma forma de o fazer é abrir a porta a novas subidas de taxas.
- Por último, em setembro, o BCE atualizará igualmente as suas perspetivas económicas para a Zona Euro. Embora os dados sobre a inflação tenham ficado razoavelmente em linha com as projeções apresentadas em junho,¹ os indicadores de atividade têm sido um pouco mais fracos e acreditamos que o BCE poderá rever em baixa as suas previsões para o PIB (atualmente, estima um crescimento de 0,9% em 2023 e de 1,5% em 2024, em comparação com 0,6% e 0,9% do consenso dos analistas).

Condições económicas e financeiras recentes

- **A inflação continuou a descer no verão, mas mais lentamente:**
 - Tanto a inflação global como a inflação subjacente (excluindo a energia e os produtos alimentares) situaram-se em 5,3% em agosto (-5,3 p.p. e -0,4 p.p. do que o máximo alcançado, mas praticamente inalteradas em relação aos dados anteriores às férias). Contudo, a maioria das componentes desacelerou e a resistência da inflação global e subjacente no verão reflete, principalmente, efeitos de base relacionados com os serviços² e uma maior volatilidade dos preços da energia.
 - Medidas alternativas, como o chamado *momentum*³, colocam a inflação global e subjacente em 3,0% e 3,9%, respetivamente, enquanto se observa também uma desaceleração gradual em todos os

¹ Ainda assim, as alterações na trajetória das taxas de juro e dos preços da energia (que o BCE utiliza como *input* e extrai diretamente das expectativas dos mercados financeiros) poderão traduzir-se em ajustamentos nas projeções da inflação. Recorde-se que, em comparação com as projeções de junho, as expectativas relativas às taxas de juro são agora um pouco mais restritivas e o preço do petróleo aumentou substancialmente.

² Especialmente o efeito dos subsídios de transporte implementados na Alemanha no verão de 2022, que já não estão em vigor.

³ O *momentum* é definido como a variação em cadeia anualizada do IPC (ajustada de efeitos sazonais). Ver o discurso "[Underlying inflation](#)", proferido por Philip Lane, Economista-Chefe do BCE, em 6 de março de 2023.

principais indicadores das pressões de preços subjacentes (IHPC 2,8%, subjacente restrita 5,6% e *trimmed mean* 5,5% em julho, -2,4 p.p., -0,7 p.p. e -2,5 p.p. abaixo do pico).⁴

- Nas fases intermédias da formação dos preços, verifica-se uma descida generalizada da inflação entre os preços no produtor, os preços dos bens alimentares à saída da exploração e as intenções de fixação de preços das empresas. Além disso, os dados salariais de maior frequência mostram um crescimento estável nos últimos meses (por exemplo, o indicador do Indeed.com avançou 4,4% em termos homólogos em julho, mantendo as taxas próximas, mas abaixo de 5,0%, desde o outono de 2022).
- **A atividade económica arrefece.** O PIB da Zona Euro avançou no primeiro semestre de 2023 (+0,1% em cadeia no 1T e 2T), mas todos os indicadores apontam para um enfraquecimento da economia europeia:
 - Os detalhes dados agregados do PIB não são muito positivos e mostram que grande parte do crescimento se deve à volatilidade estatística da Irlanda e a contribuições extraordinárias (e pontuais) da procura externa no PIB francês.
 - Os inquéritos PMI enfraqueceram de forma expressiva e generalizada durante o verão, ao ponto de, em agosto, se situarem em zona de contração nas quatro principais economias da Zona Euro, tanto na indústria transformadora como nos serviços.
 - A nota positiva é que o mercado de trabalho mantém a taxa de desemprego em níveis mínimos (6,4% em julho).
- **As condições financeiras continuam a ser mais restritivas:**
 - Desde a última reunião do BCE (final de julho), os mercados financeiros têm apresentado um tom errático, com as bolsas a caírem, as taxas de juro a subirem, o euro a enfraquecer e a volatilidade das matérias-primas a aumentar, com um encarecimento significativo do petróleo.
 - Além disso, as taxas de juro dos empréstimos às famílias e às empresas estão a aumentar: na média da área do euro, a taxa de juro dos empréstimos às famílias subiu para 3,8% em julho, enquanto a taxa média dos empréstimos às empresas situou-se em 4,9% (+2 p.p. e +3 p.p. face ao ano anterior). Por outro lado, o Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito (elaborado pelo BCE) revela uma maior restritividade dos critérios de concessão de crédito e uma menor procura de empréstimos.

Mensagens do BCE

- Desde a reunião de julho foram relativamente poucas as declarações dos membros do BCE, tendo muitas delas incidido sobre o médio prazo e as implicações de um futuro de maiores choques na oferta (dados os desafios da transição energética, as novas tecnologias e as tensões geopolíticas).
- As mensagens centradas na conjuntura mais imediata mantiveram a continuidade, embora com um pouco mais de cautela. Assim, os membros mais *hawkish* continuaram a defender uma subida das taxas em setembro, mas reconheceram a deterioração da atividade económica e os riscos que se avizinham.

Perspetivas do BCE a médio prazo

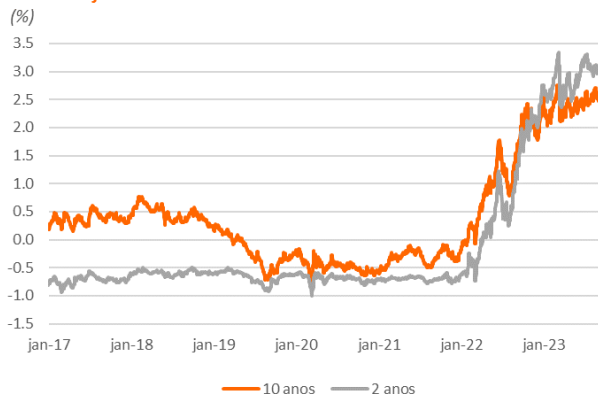
- Independentemente do facto de o BCE manter as taxas *depo* e *refi* em 3,75% e 4,25% ou aumentá-las um pouco mais, a nossa opinião é que o pico da restritividade monetária em termos do "nível" das taxas oficiais foi praticamente atingido. A partir daí, a nova estratégia consiste em manter estes níveis restritivos durante algum tempo (não esperamos que o BCE considere um primeiro corte das taxas antes do verão de 2024).
- Quanto aos programas de compras, o BCE terminou os reinvestimentos no âmbito do APP,⁵ mas os reinvestimentos PEPP continuarão até 2024. Por seu lado, o TTIP tem uma influência positiva nos mercados financeiros através do seu próprio efeito comunicativo e, na ausência de novos choques adversos, o BCE não precisaria de o ativar.

⁴ O PCCI recolhe preços de uma média de uma componente comum de baixa frequência nos países da área do euro; a subjacente restrita inclui apenas as componentes do núcleo que são sensíveis ao ciclo económico; e a *trimmed mean* de 15% exclui as 15% componentes mais voláteis.

⁵ Entre março e junho de 2023, o BCE reduziu os reinvestimentos dos APP em cerca de 50% e, a partir de julho, deixou definitivamente de reinvestir estes prazos.

Indicadores de condições financeiras

Taxas de juro da dívida soberana alemã



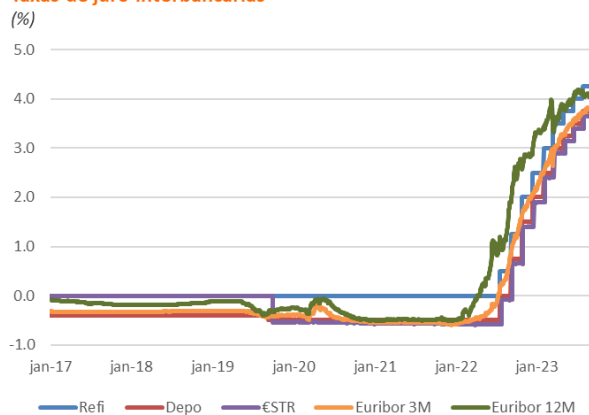
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Prémios de risco soberanos



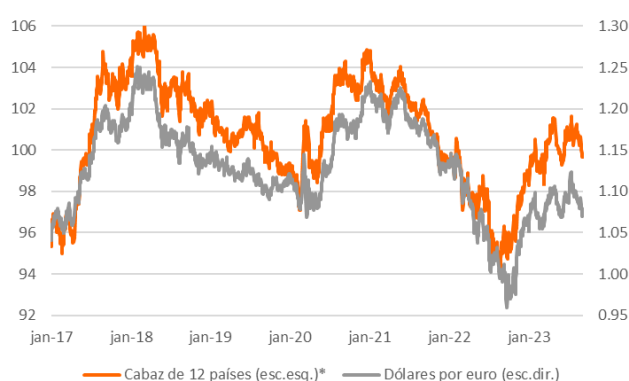
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Taxas de juro interbancárias



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

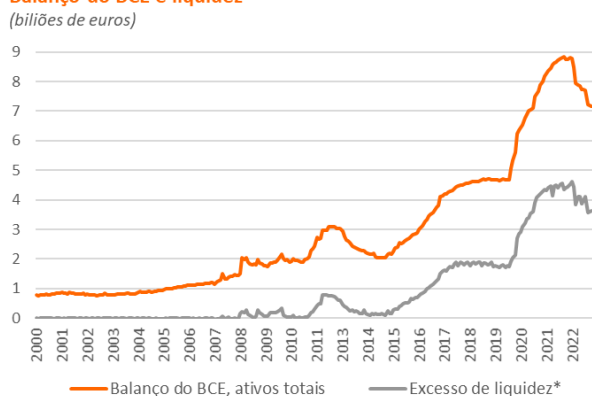
Taxas de câmbio para a Zona Euro



Nota: *Taxa de câmbio nominal efetivo face a 12 divisas (100 = 1T 1999).

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

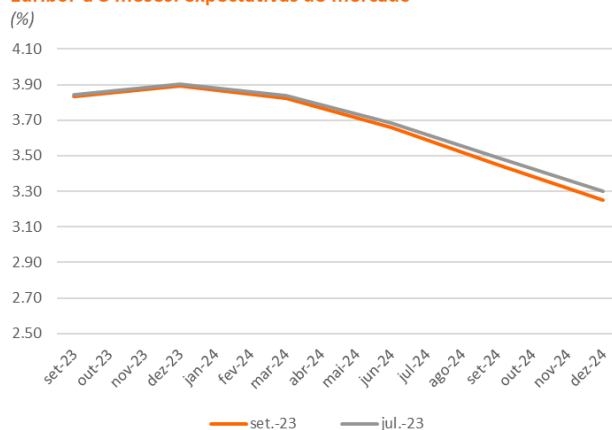
Balanço do BCE e liquidez



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

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

Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*



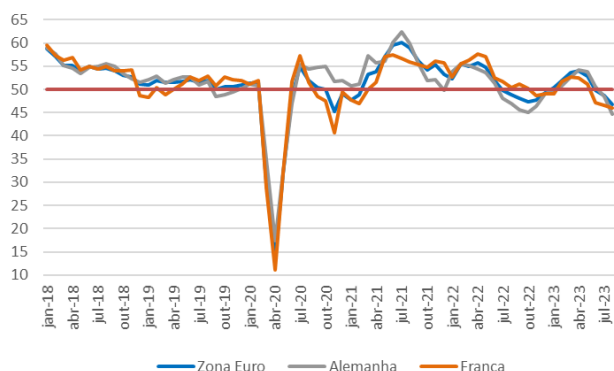
Nota: *Futuros da Euribor a 3 meses.

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

Indicadores de condições económicas

Zona Euro: Indicador de atividade PMI compósito

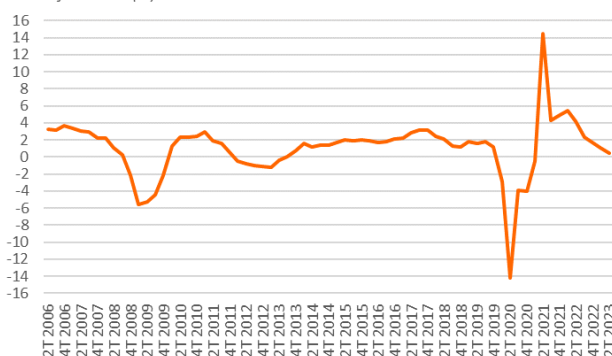
Nível



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

Zona Euro: PIB

Variação anual (%)



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

Zona Euro: IHPC

Variação homóloga (%)



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

Expectativas de inflação de mercado para a Zona Euro

Forward da inflação a 5 anos em 5 anos (%)



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

Previsões macroeconómicas em junho de 2023

	2022	2023	2024	2025
Crescimento do PIB	3,5	0,9 (1,0)	1,5 (1,6)	1,6 (1,6)
Inflação global	8,4	5,4 (5,3)	3,0 (2,9)	2,2 (2,1)
Inflação subjacente	3,9	5,1 (4,6)	3,0 (2,5)	2,3 (2,2)
Remuneração p/ trabalhador	4,3	5,3 (5,3)	4,5 (4,4)	3,9 (3,6)

Notas: Cenário central do BCE. Entre parênteses, projeções anteriores (março de 2023).

BPI Research, 2023

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.