

Nota Breve 14/09/2023

Mercados Financeiros · BCE aumenta as taxas em 25 p.b. e atinge o pico**Pontos chave**

- **O BCE voltou a subir as suas taxas de juro em 25 p.b., mas o destaque foi o sinal de que os níveis atuais (depo a 4,00% e refi a 4,50%) marcam provavelmente o fim do ciclo de subida das taxas** (após um aumento acumulado de +450 p.b. desde julho de 2022).
- Lagarde rejeitou a ideia de que as taxas atingiram o seu máximo e sublinhou que as decisões futuras dependerão dos dados e da evolução do cenário. No entanto, estas reflexões parecem mais um comentário, dada a literalidade com que o BCE apontou o fim da subida das taxas no comunicado que resume a reunião de hoje. Pela primeira vez, o BCE afirmou que "as taxas de juro atingiram um nível [...] que contribuirá de forma substancial para atingir o objetivo de inflação".
- No entanto, **o eventual fim da subida das taxas não representará o fim da política monetária restritiva**. Muito pelo contrário: o BCE reiterou que, na sua luta contra a inflação, as taxas devem permanecer nos níveis atuais durante um período de tempo suficientemente longo, centrando todas as questões em "quanto tempo" será "suficientemente longo" (questões que Lagarde, protegida pela estratégia de ir de reunião em reunião e de acordo com a evolução dos dados, não resolveu).
- Esta posição do BCE, em manter as taxas de juro estáveis, mas restritivas durante um bom período de tempo, reflete uma preocupação constante com a dinâmica dos preços. De facto, **o BCE apresentou novas previsões para a zona euro em que, nas palavras de Lagarde, a inflação permanece demasiado elevada durante demasiado tempo** (3% no final de 2023 e ao longo de 2024).
- Em contrapartida, **a fragilidade dos últimos indicadores de atividade não conduziu a uma deterioração da visão do BCE sobre o crescimento económico**: as previsões refletem uma atividade lenta para o resto do ano, mas sem cair em recessão e recuperando o dinamismo na primavera de 2024. Com efeito, Lagarde utilizou de forma reiterada o adjetivo "apático" (*sluggish*) e evitou falar de recessão.
- Após a reunião de hoje, as expectativas implícitas nos mercados monetários são de que o BCE manterá a taxa diretora em 4,00% (refi em 4,50%) até ao 3T 2024, altura em que poderá ocorrer uma primeira redução da taxa de juro (expectativas em linha com as nossas próprias previsões).

Cenário económico

- As novas previsões do BCE refletem um cenário que continua a ser marcado por uma inflação em queda, mas ainda elevada, e por uma atividade pouco dinâmica:
 - O BCE aumentou ligeiramente as previsões de inflação para 2023 e 2024, refletindo essencialmente preços da energia mais elevados do que nas projeções anteriores. De facto, as projeções para a inflação subjacente e para o crescimento dos salários pouco se alteraram (verificou-se uma diminuição da produtividade, em -0,2 p.p. para 2023-24, com o consequente impacto nos custos unitários do trabalho).
 - No que respeita à atividade, o BCE reduziu substancialmente a previsão de crescimento do PIB para o 3T e 4T 2023 (de 0,3%-0,4% trimestral para 0,0%-0,1%), mas fez poucos ajustamentos para além de 2023 (o corte de 0,5 p.p. no PIB de 2024 é exclusivamente o resultado de um pior final de ano em 2023).
 - Em termos de balanço dos riscos, os fatores negativos continuam a pesar sobre o crescimento (Lagarde sublinhou a debilidade da procura externa e o aperto das condições financeiras, cuja transmissão, segundo o BCE, está a ser mais rápida do que no passado). Quanto à inflação, o BCE continuou sem

comentar quais os riscos mais preponderantes, mas na conferência de imprensa Lagarde destacou a volatilidade das matérias-primas em geral e dos géneros alimentícios em particular.

Previsões de setembro	2022	2023	2024	2025
Crescimento PIB	3,5	0,7 (0,9)	1,0 (1,5)	1,5 (1,6)
Inflação global	8,4	5,6 (5,4)	3,2 (3,0)	2,1 (2,2)
Inflação subjacente	3,9	5,1 (5,1)	2,9 (3,0)	2,2 (2,3)

Nota: Cenário central do BCE. Entre parênteses, as projeções anteriores (junho de 2023).

- Por detrás deste quadro geral, a reunião de hoje forneceu algumas indicações sobre dinâmicas mais concretas e áreas de debilidade. Designadamente:
 - Lagarde destacou que, no 2T 2023, a contribuição dos custos do trabalho para a inflação aumentou (em grande parte devido à menor produtividade), enquanto, pela primeira vez em vários trimestres, a contribuição dos lucros das empresas diminuiu.
 - O mercado de trabalho é uma das grandes notas positivas do cenário, embora o BCE tenha começado a registar alguns sinais de fragilidade nas novas contratações.
 - Lagarde e De Guindos discutiram os riscos em torno do mercado imobiliário e colocaram a tónica no imobiliário comercial, cujos preços têm vindo a cair mesmo antes da contração monetária e onde o BCE considera que algumas instituições financeiras não bancárias estão expostas a riscos elevados.

Política monetária

- O BCE aumentou as três taxas de juro diretoras em 25 p.b., elevando o aumento acumulado desde julho de 2022 para +450 p.b.

Taxas de juro diretoras do BCE

Refi (taxa das operações de refinanciamento semanais)	4,50% (4,25%)
Depo (taxa sobre a liquidez depositada na facilidade de depósito)	4,00% (3,75%)
MLF (taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez para empréstimos overnight)	4,75% (4,50%)

Nota: Entre parêntesis, as taxas em vigor antes da reunião.

- A decisão não foi unânime, mas foi apoiada por uma "ampla maioria", afirmou Lagarde na conferência de imprensa. Lagarde sublinhou que existia consenso quanto à visão do ambiente económico e que as diferenças se centravam na resposta a esse ambiente (sem especificar, indicou que alguns membros teriam preferido não aumentar as taxas desta vez).
- Na conferência de imprensa, e num esforço para gerir as expectativas em relação às taxas e evitar que o foco já estivesse no primeiro corte, Lagarde não fechou a porta a novas subidas das taxas, mas sublinhou que as decisões de hoje refletem a visão a partir de 14 de setembro de 2023; uma visão que pode evoluir dependendo dos dados e das perspetivas para a economia. Para reforçar a estratégia "reunião a reunião" e "orientada segundo os dados", Lagarde observou também que o BCE não discutiu durante quanto tempo irá manter as taxas restritivas.
- Questionada sobre possíveis alterações noutros instrumentos do BCE (como o fim dos reinvestimentos do PEPP ou possíveis vendas ativas no APP), Lagarde foi breve e clara: as taxas de juro são o principal

instrumento do BCE para combater a inflação e não foram discutidos quaisquer ajustamentos nos outros instrumentos.

Reação dos mercados

Os mercados financeiros fizeram uma leitura *dovish* da reunião do BCE, com o euro a desvalorizar-se ligeiramente (desceu abaixo de 1,07 face ao dólar), as bolsas da zona euro a valorizarem-se em geral (subiram cerca de 1% na sessão) e as taxas de juro soberanas de todas as principais economias a descerem. De facto, as descidas das taxas de juro foram mais acentuadas nos prazos longos do que nos prazos curtos, tendo os prémios de risco periféricos sofrido também uma compressão de 2 a 5 p.b.

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.