

Nota Breve 20/10/2023

**Mercados financeiros · BCE: primeira reunião no pico do ciclo****Reunião de 26 de outubro de 2023: o que esperamos**

- A próxima reunião servirá para confirmar que as taxas do BCE atingiram o pico em setembro (quando aumentou a taxa *depo* para 4,00% e a taxa *refi* para 4,50%)
- Tanto o BPI Research como o consenso dos analistas e os mercados financeiros esperam que o BCE não mexa nas taxas de juro no dia 26, mas que as deixe nos níveis atuais e reitere a sua intenção de as manter nestes níveis restritivos durante um bom período de tempo (não esperamos cortes até setembro de 2024, e as expectativas implícitas nos mercados financeiros situam o primeiro corte entre junho e julho de 2024).
- Se, por um lado, se acumulam sinais de uma boa transmissão da política monetária, a atividade económica na Zona Euro continua débil e as pressões sobre os preços estão a abrandar, por outro lado, os níveis de inflação continuam a demasiado elevados e, num contexto de um mercado de trabalho robusto, o BCE receia que seja necessário demasiado tempo para atingir o objetivo de 2%.
- No entanto, o patamar das taxas de juro não é o fim da discussão monetária:
  - Com as taxas bem fundadas, o debate deslocar-se-á para uma redução do balanço que já está em curso, mas que poderá acelerar em 2024 com os vencimentos do PEPP (o BCE promete manter os reinvestimentos do PEPP até finais de 2024, mas, tal como fez com o APP, poderá antecipar a redução da carteira do PEPP, passando a efetuar reinvestimentos parciais).
  - Outra ideia que circula há alguns meses é a possibilidade de aumentar as reservas obrigatórias do sector bancário, o que, mais do que uma questão de política monetária, pode ser interpretado como uma forma de suavizar os custos incorridos pelo BCE.<sup>1</sup>
- Outubro é ainda demasiado cedo para tomar decisões sobre estas dimensões, mas o debate será informativo sobre o sentimento do BCE e fornecerá uma primeira avaliação do impacto da guerra de Gaza.

**Condições económicas e financeiras recentes**

- **A inflação desce mais um nível e está em vias de descer para 3% nos próximos trimestres:**
  - Em setembro, a inflação da Zona Euro desceu para 4,3% homólogo (IHPC global) e 4,5% (IHPC subjacente), os valores mais baixos em dois e um ano, respetivamente, e muito abaixo dos máximos atingidos (10,6% global e 5,7% subjacente). Estes bons valores homólogos são reforçados pela versão corrigida de sazonalidade do IPC publicada pelo BCE: a inflação *core* caiu para 1,8% em termos mensais anualizados e o *momentum*<sup>2</sup> diminuiu para 3,6% (em ambos os casos, o valor mais baixo desde 2021).
  - Várias medidas alternativas mostram uma descida generalizada das pressões nos preços subjacentes, em mínimos de 1,5 e 2 anos. Em particular, em setembro, o IPCC (excluindo energia) desceu para 2,4%, enquanto a *core* restrita e a *trimmed mean* 15% se situaram em 4,8% e 4,9%, respetivamente.<sup>3</sup>
  - Nas fases intermédias da formação de preços, verifica-se uma redução generalizada dos preços na produção industrial, dos preços dos produtos alimentares no produtor (com exceção do azeite) e das intenções de fixação de preços das empresas, enquanto o crescimento dos salários permanece estável e os indicadores avançados, como o *tracker* do *Indeed.com*, sugerem mesmo alguma desaceleração.

<sup>1</sup> Em julho, o BCE reduziu a remuneração dos requisitos de reservas para 0% (anteriormente à taxa *depo*), argumentando que tal constitui uma melhoria da eficiência na execução da política monetária. O excesso de reservas armazenadas na facilidade de depósitos é remunerado à taxa *depo* (ou seja, 4,00%).

<sup>2</sup> O *momentum* é definida como a variação anualizada da média trimestral do IPC nos três meses anteriores.

<sup>3</sup> O IPCC recolhe os preços a partir de uma média de uma componente comum de baixa frequência nos países da área do euro, a *core* restrita inclui apenas as componentes da *core* que são sensíveis ao ciclo económico e a *trimmed mean* 15% exclui os 15% relativas às componentes mais voláteis. Um estudo do BCE classifica o IPCC como o indicador com melhor poder de previsão do IHPC com dois anos de antecedência, sendo também um dos menos voláteis (ver *Underlying inflation measures*: um guia analítico para a área do euro, no Boletim Económico do BCE 5/2023).

- **A atividade económica está a abrandar, mas o mercado de trabalho mantém-se robusto:**
  - Enquanto se aguarda a publicação do PIB do 3T 2023, a 31/10, tudo aponta para que a Zona Euro mantenha a debilidade dos últimos trimestres (desde o 4T 2022 com taxas entre -0,1% e +0,1% em cadeia). Os PMIs estiveram em zona contracionista ao longo do 3T, tanto na indústria como nos serviços e praticamente em todos os países, enquanto as vendas a retalho (-2,1% homólogo) e a produção industrial (-5,1%) mostraram debilidade em agosto.
  - Pela positiva, o mercado de trabalho mantém-se robusto, com o desemprego (6,4% em agosto) e o emprego (74,9% no 2T) em mínimos e máximos históricos, respetivamente.
- **A contração monetária torna as condições financeiras mais restritivas:**
  - Em resultado das subidas das taxas do BCE, as taxas de juro dos empréstimos às famílias e às empresas aumentaram de forma sustentada (de acordo com os dados do BCE, +250 p.b. e +360 p.b., respetivamente), a procura de crédito arrefeceu e os critérios de concessão de crédito tornaram-se mais rigorosos, como mostra o inquérito do BCE sobre os empréstimos bancários (o inquérito do 3T 2023 será divulgado no dia 24).
  - Nos mercados financeiros, os investidores estão a posicionar-se para um ambiente de taxas de juro persistentemente elevadas. Desde meados de setembro, as taxas soberanas a 10 anos da Zona Euro aumentaram quase 20 p.b., impulsionadas pelos EUA (o *treasury* a 10 anos aumentou 40 p.b.)<sup>4</sup> e por um alargamento dos prémios de risco (especialmente em Itália). Os mercados monetários também esperam que o BCE mantenha as taxas até ao verão de 2024 (*depo* em 4,00%, *refi* em 4,50%) e depois as reduza em 50 p.b. na segunda metade do ano.
  - No que diz respeito a outros ativos financeiros, o euro desvalorizou-se ligeiramente desde a última reunião do BCE e flutua abaixo de 1,06 dólares, enquanto as bolsas acumularam perdas de pouco mais de 4% e as matérias-primas têm estado erráticas após meses de subida de preços, especialmente o petróleo. Tudo isto num contexto de incerteza exacerbado nas últimas semanas pela guerra em Gaza, embora os mercados tenham demonstrado uma reação contida ao conflito (uma contenção que os investidores provavelmente limitam a um cenário em que a guerra não se alastre regionalmente).

## Mensagens do BCE

- As recentes declarações públicas cerraram fileiras em torno da comunicação de setembro, reforçando a ideia de que o BCE considera os atuais níveis de taxas adequados (por exemplo, o holandês Knot vê as taxas "no nível certo") e pretende mantê-las durante um bom período de tempo (como salientou o francês Villeroy de Galhau, "a paciência é agora mais importante do que o ativismo"). No entanto, a Presidente Lagarde avisou também que está disposta a voltar a aumentar as taxas, se necessário.
- Por outro lado, enquanto alguns membros, como Philip Lane e de Cos, sublinham que a redução do balanço tem agora um papel secundário ou de acompanhamento, outros apontam para a vontade de começar a discutir o fim dos reinvestimentos do PEPP (Wunsch, Kazaks, Simkus, Kazimir, Muller).

## Perspectivas do BCE a médio prazo

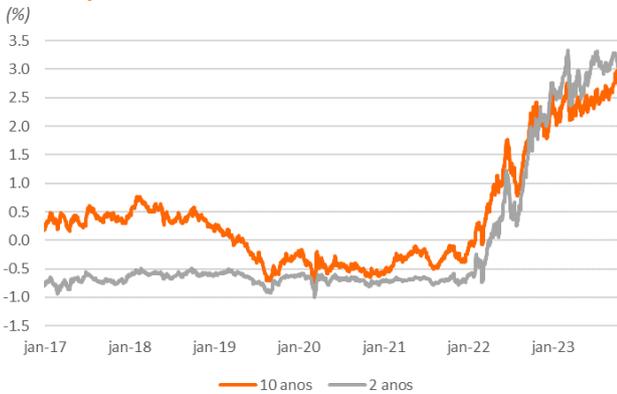
- O BCE atingiu o pico do endurecimento da política monetária em termos do "nível" das taxas oficiais. A partir daí, a nova estratégia consiste em manter estes níveis restritivos durante algum tempo (não esperamos que o BCE considere uma primeira redução das taxas antes de setembro de 2024).
- Quanto aos restantes instrumentos, o BCE tem vindo a reduzir de forma sustentada o seu balanço (-20%, ou -1,7 biliões, desde novembro de 2022), tanto devido à redução da carteira do APP como, sobretudo, aos reembolsos das TLTROs (cujo *stock* diminuiu 1,5 biliões). Entre os programas de compras, o BCE pôs fim aos reinvestimentos do APP,<sup>5</sup> enquanto os do PEPP continuarão até ao final de 2024 (embora provavelmente aplique reinvestimentos parciais mais cedo). Por seu lado, o TPI tem uma influência positiva nos mercados financeiros através do seu próprio efeito de comunicação e, na ausência de novos choques adversos, o BCE não precisará de o ativar.

<sup>4</sup> A retoma nos EUA não foi acompanhada por alterações substanciais nas expectativas de inflação e parece responder a prémios de risco relacionados com múltiplas fontes de incerteza (incluindo a manutenção das taxas da Fed a mais longo prazo).

<sup>5</sup> Entre março e junho de 2023, o BCE reduziu os reinvestimentos do APP em cerca de 50% e, a partir de julho, deixou definitivamente de fazer reinvestimentos.

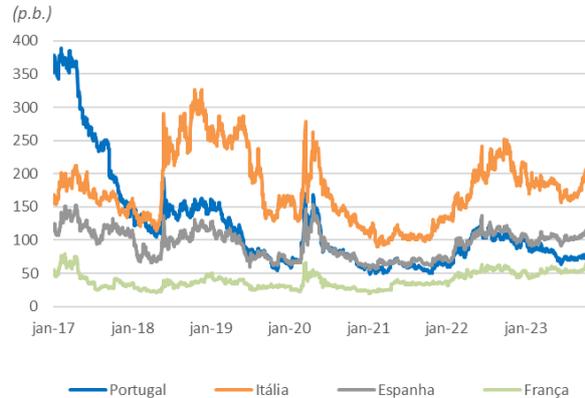
## Indicadores de condições financeiras

### Taxas de juro da dívida soberana alemã



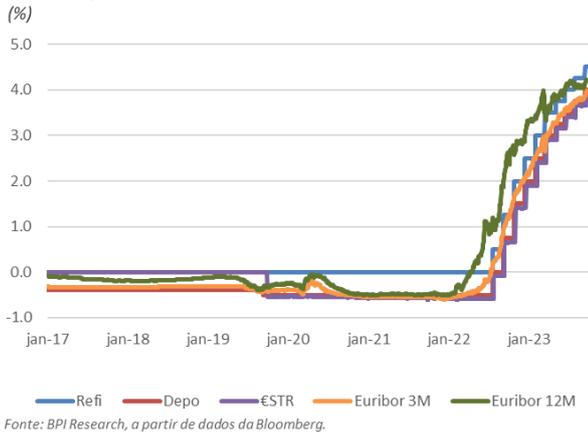
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

### Prémios de risco soberanos



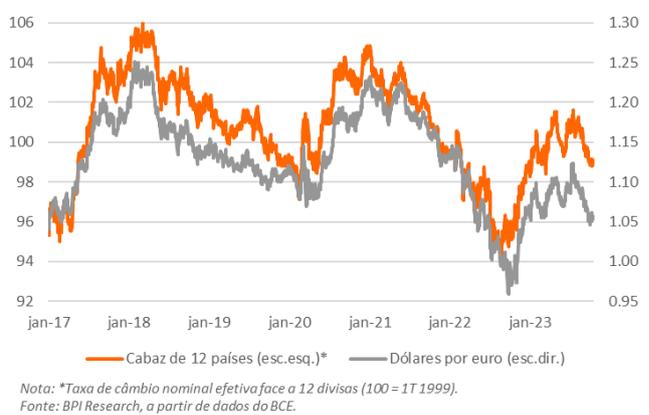
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

### Taxas de juro interbancárias

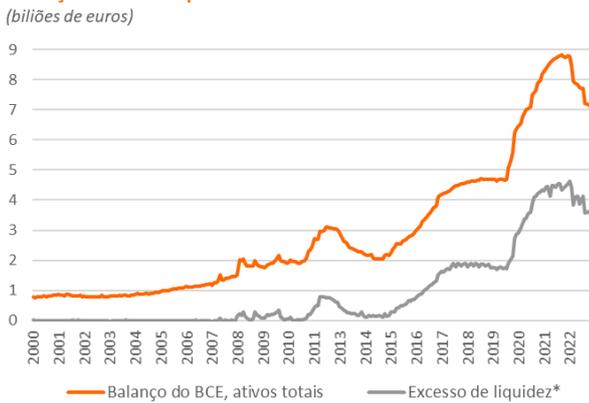


Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

### Taxas de câmbio para a Zona Euro

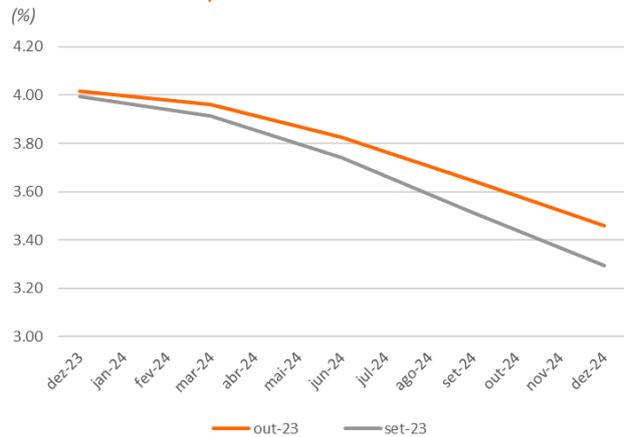


### Balanço do BCE e liquidez



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

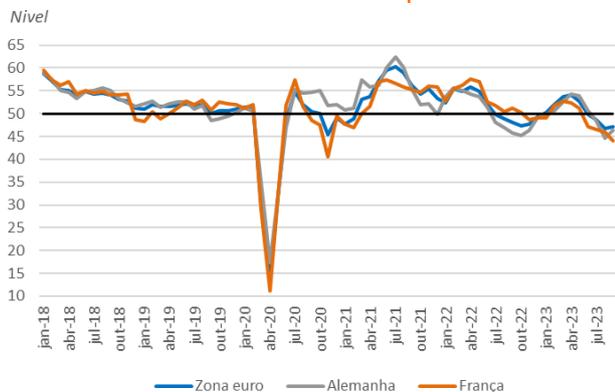
### Euribor a 3 meses: expectativas de mercado\*



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

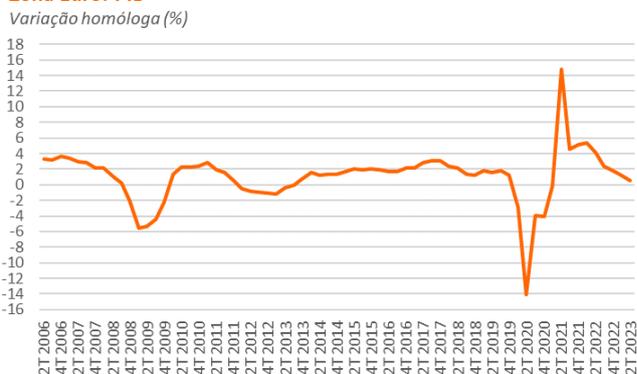
## Indicadores de condições económicas

### Zona euro: indicador de atividade PMI composto



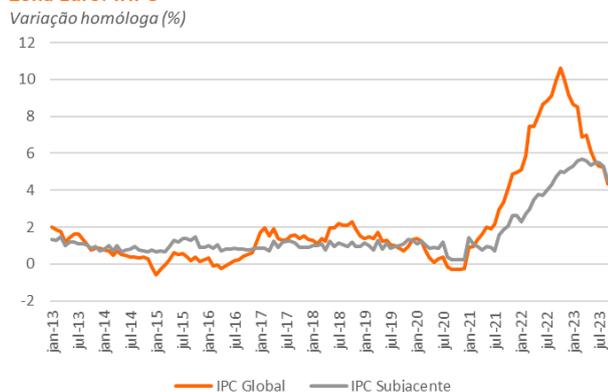
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Markit.

### Zona Euro: PIB



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

### Zona Euro: IHPC



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 setembro de 2023

	2022	2023	2024	2025
<b>Crescimento do PIB</b>	<b>3,4</b>	<b>0,7 (0,9)</b>	<b>1,0 (1,5)</b>	<b>1,5 (1,6)</b>
<b>Inflação global</b>	<b>8,4</b>	<b>5,6 (5,4)</b>	<b>3,2 (3,0)</b>	<b>2,1 (2,2)</b>
<b>Inflação subjacente</b>	<b>3,9</b>	<b>5,1 (5,1)</b>	<b>2,9 (3,0)</b>	<b>2,2 (2,3)</b>
<b>Custos laborais unitários</b>	<b>3,2</b>	<b>5,8 (5,6)</b>	<b>3,5 (3,4)</b>	<b>2,4 (2,6)</b>
<b>Remuneração por empregado</b>	<b>4,3</b>	<b>5,3 (5,3)</b>	<b>4,3 (4,5)</b>	<b>3,8 (3,9)</b>

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

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.