

Nota Breve 19/01/2024

Mercados financeiros · O BCE atende ao apelo dos mercados**Reunião de 25 de janeiro de 2024: o que esperamos**

- O primeiro corte de taxas será o centro das atenções na próxima reunião do BCE, não porque se realizará em janeiro (2,5% de probabilidade segundo as cotações do mercado), mas porque existe um desfasamento entre as expectativas dos mercados financeiros e a visão do BCE.
- Enquanto os mercados apostam para um primeiro corte de 25 p.b. em abril e um total de 140 p.b. de reduções em 2024, o BCE é mais cauteloso, sublinhando que a luta contra a inflação ainda não terminou e, de acordo com a nossa leitura das diferentes declarações, apostando em cortes mais graduais que não deverão chegar antes de junho.
- A nossa visão é que a inflação melhorou mais do que o esperado nos últimos meses, mas em parte devido a ventos de cauda que deixarão de soprar em 2024 (como os efeitos de base da energia e a normalização dos estrangulamentos globais), pelo que esperamos um abrandamento mais gradual das pressões sobre os preços nos próximos trimestres.
- Tendo em conta o abrandamento da desinflação, considerando que ainda existe incerteza quanto aos efeitos da segunda ordem (limitados até agora) e face a uma atividade atónica, mas com um mercado de trabalho sólido e a perspetiva de um crescimento revigorado no final do ano, pensamos que, na reunião da próxima semana, o BCE se afastará das expectativas de cortes precoces e significativos das taxas.
- No entanto, o BCE pode não contrariar diretamente estas expectativas de cortes, mas fazê-lo através da sua estratégia de "dependente dos dados". O cenário incorporado nos mercados financeiros é possível se os dados económicos dos próximos meses forem favoráveis, mas, como o próprio BCE sublinha, não se trata apenas de observar uma inflação de 2%, mas também de ter uma grande *confiança* de que ela se manterá nesse objetivo de forma *sustentada*.
- É por isso que os membros do BCE reiteram o seu desejo de dispor de dados de máxima qualidade antes de prepararem cortes de taxas. Dados que, segundo declarações de Christine Lagarde e Philip Lane, entre outros, não estarão disponíveis antes do final da primavera, com os resultados das negociações coletivas para 2024 e os primeiros dados detalhados das contas nacionais do ano.

Condições económicas e financeiras recentes

- **A inflação global diminuiu acentuadamente em 2023** (2,9% em termos homólogos em dezembro 2023 face a 9,2% em dezembro de 2022), **mas em 2024 enfrenta uma descida mais gradual para os 2%**.
 - Verifica-se uma moderação sustentada das pressões subjacentes sobre os preços, com a inflação subjacente a situar-se em 3,4% no final de 2023 e toda uma bateria de indicadores em mínimos de dois anos (PCCI em 1,9% e *super-core* e *trimmed mean* 15% em 3,7%).¹
 - Os dados corrigidos de sazonalidade mostram uma dinâmica recente positiva. Em dezembro, o *momentum*² diminuiu para 1,2% (inflação global) e 1,4% (subjacente), enquanto o detalhe do IHPC aponta para o fim dos efeitos indiretos do choque energético: a percentagem de preços com um *momentum* superior a 2,5% desceu para 40% (era superior a 80% há um ano) e os itens com um *momentum* superior a 4,0% já não chegam a 20% (65% há um ano).
 - As pressões estão também a abrandar nas fases intermédias da formação de preços, com os preços da produção industrial a caírem 8,8% homólogo em novembro, os preços dos produtos alimentares no produtor agrícola a diminuírem 9,2% em dezembro e as expectativas de preços das empresas a abrandarem (tal como captado pelos inquéritos da Comissão Europeia).
 - Os efeitos da segunda ordem (ou seja, a relação salários-margens-preços) são a principal incógnita. O crescimento dos salários continua a rondar os 5% (salários negociados +4,7% e remuneração por

¹ A PCCI recolhe preços a partir de uma média de uma componente comum de baixa frequência entre os países da área do euro, a *super-core* inclui apenas as componentes do IHPC subjacente que são sensíveis ao ciclo económico e a *trimmed mean* 15% exclui as 15% de componentes mais voláteis.

² Variação anualizada do IPC médio de três meses face aos três meses anteriores.

trabalhador +5,2% no 3T, com os principais indicadores avançados a sugerirem alguma desaceleração), enquanto as contas nacionais sinalizam que o arrefecimento da procura tem vindo a moderar a contribuição das margens das empresas. Outra fonte de risco será, por mais um ano, a geopolítica (por exemplo, as tensões no Mar Vermelho fizeram subir recentemente os custos do frete marítimo).

- **Crescimento económico fraco no final de 2023, mas apoiado por um mercado de trabalho robusto.**
 - O PIB contraiu 0,1% em cadeia no 3T e os indicadores apontam para um valor semelhante no 4T (a divulgar a 30 de janeiro), com os PMI a registarem uma contração persistente e generalizada.
 - O mercado de trabalho continua sólido, com o desemprego em mínimos (6,4% em novembro), embora alguns dados *soft* comecem a mostrar sinais de um arrefecimento nas intenções de contratação.
 - No início de 2024, é provável que a desaceleração continue, mas é de esperar um revigoração do crescimento no final do ano, à medida que a desinflação dá vida ao poder de compra e abre a porta a um relaxamento da política monetária.
- **O aperto das condições financeiras atinge o seu ponto mais alto com o aparecimento de sinais de abrandamento:**
 - As taxas de juro dos empréstimos às famílias e às empresas estão em máximos não observados desde 2008 (segundo dados do BCE, +270 p.b. e +390 p.b. face ao final de 2021), mas há sinais de estabilização nos últimos meses e indicadores como o impulso do crédito começaram a recuperar (de um mínimo de -6,7% no verão para -4,2% em novembro).
 - As expectativas dos investidores mantiveram-se relativamente estáveis no último mês, após o forte ajustamento do outono passado. Assim, os mercados monetários estão a prever cortes de taxas do BCE num total de -140 p.b. em 2024 (e o primeiro corte em abril), enquanto as implícitas também apontam para uma primeira descida homóloga da Euribor a 12 meses entre fevereiro ou março próximos.
 - Os mercados financeiros registaram um tom misto, com descidas moderadas nas bolsas europeias, uma recuperação das taxas de juro soberanas (mas com prémios de risco periféricos contidos) e uma taxa de câmbio do euro estável. Entre as matérias-primas, o preço do Brent oscilou abaixo dos 80 dólares, apesar dos cortes da OPEP e do conflito no Médio Oriente.

Mensagens do BCE

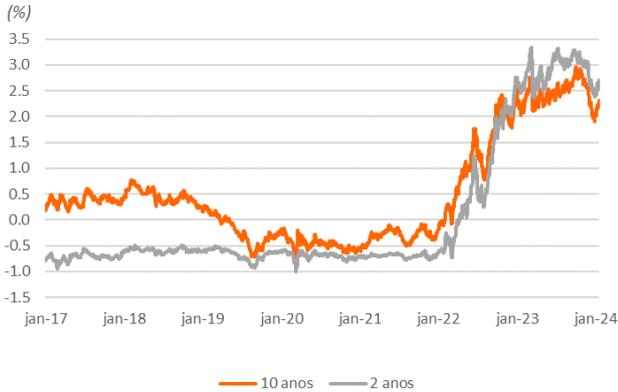
- Desde a última reunião, as declarações do BCE têm sido razoavelmente uníssonas na afirmação de: 1) o progresso da inflação tem sido substancial, mas ainda há algum caminho a percorrer; e 2) é possível começar a reduzir as taxas em 2024, mas ainda é demasiado cedo para discutir os primeiros cortes.
- Por exemplo, Philip Lane salientou que "não queremos uma política monetária demasiado dura ou taxas demasiado elevadas durante demasiado tempo", mas "é demasiado cedo, ainda não temos informação suficiente para mudar de fase". No mesmo sentido, Isabel Schnabel afirmou que "é demasiado cedo para discutir cortes de taxas" e, numa entrevista em Davos, Christine Lagarde disse que o BCE não terá toda a informação necessária antes do "final da primavera".
- Por outro lado, numa sessão de Q&A no X (antigo Twitter), Schnabel confirmou que o BCE deverá concluir a revisão do quadro operacional na primavera.

Perspectivas do BCE a médio prazo

- As taxas atingiram o seu pico no outono (*depo* em 4,00% e *refi* em 4,50%) e a estratégia do BCE é mantê-las nestes níveis durante mais alguns meses para garantir que a inflação regressa ao objetivo de 2% nos próximos 4-6 trimestres. No entanto, acreditamos que o BCE irá reduzir as taxas mais cedo (poder-se-ia inferir que em junho, de acordo com várias declarações) e acompanhar a convergência da inflação para 2% com uma normalização monetária.
- Quanto ao resto dos instrumentos, nos próximos trimestres o BCE continuará a reduzir o seu balanço, tanto através dos reembolsos das TLTRO (os últimos 390 mil milhões de euros vencem em 2024) como através da redução das carteiras do APP (em curso de forma passiva com "reinvestimentos zero") e do PEPP (começando em julho com reinvestimentos parciais, deixando vencer 7,5 mil milhões de euros/mês e acelerando em 2025 com reinvestimentos zero). Por seu lado, o TPI tem uma influência positiva com o seu efeito comunicativo e, dadas as perspetivas atuais, não pensamos que o BCE precise de o ativar.

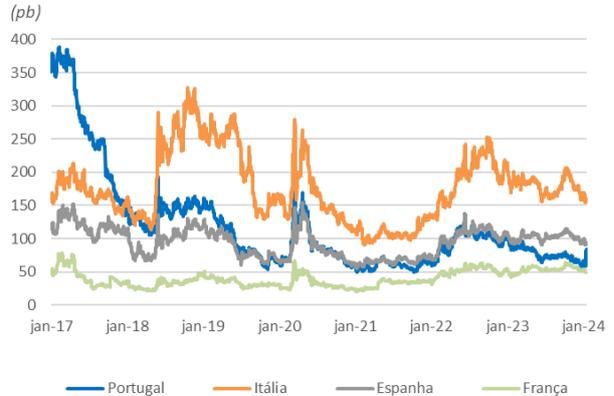
Indicadores de condições financeiras

Taxas de juro da dívida soberana alemã



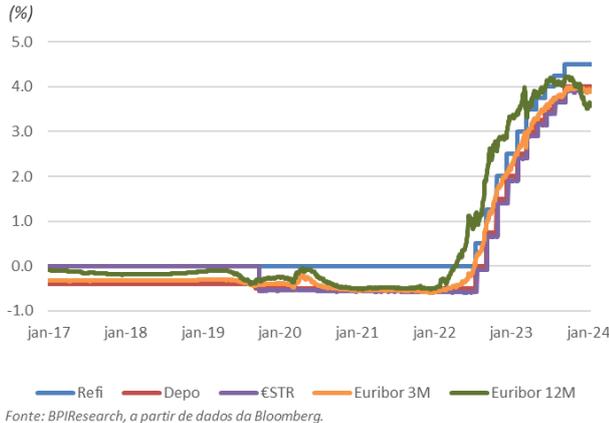
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Prémio de risco da dívida soberana



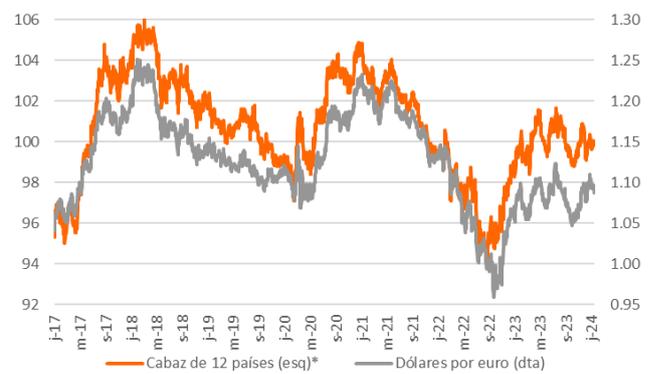
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Taxas de juro no mercado interbancário



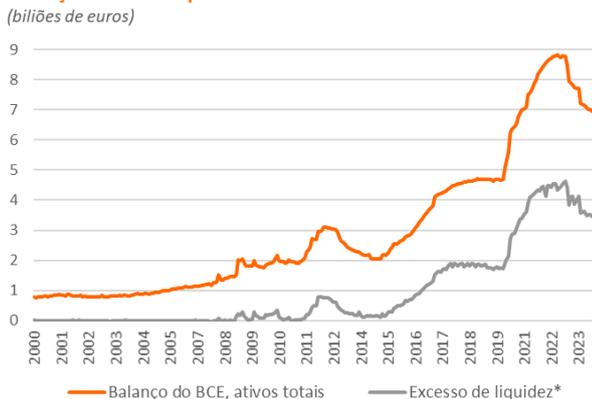
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Taxas de câmbio na zona euro



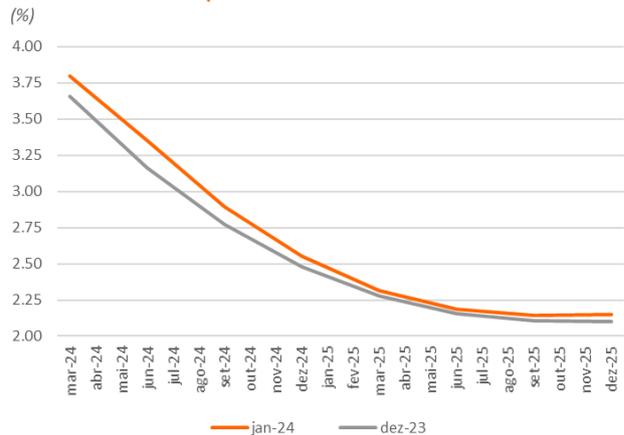
Nota: *Taxa de câmbio nominal efectiva face a 12 moedas (100 = 17 1999).
 Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

Balanço do BCE e liquidez



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

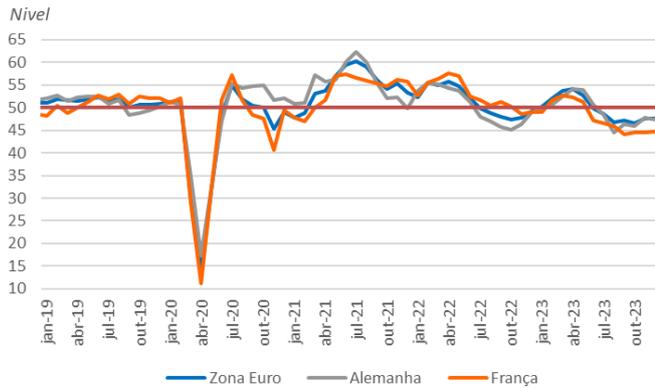
Euribor a 3 meses: expetativas de mercado*



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

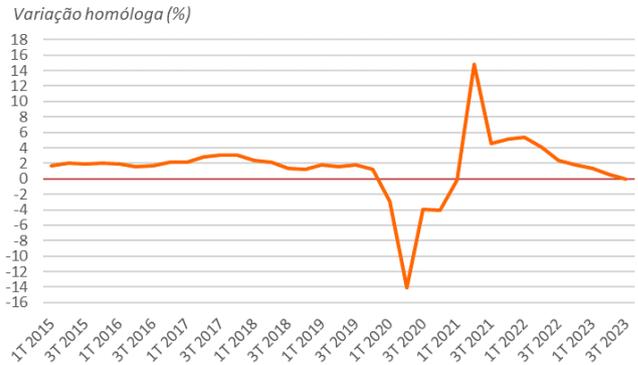
Indicadores de conjuntura económica

Zona Euro: Indicador de atividade PMI composto



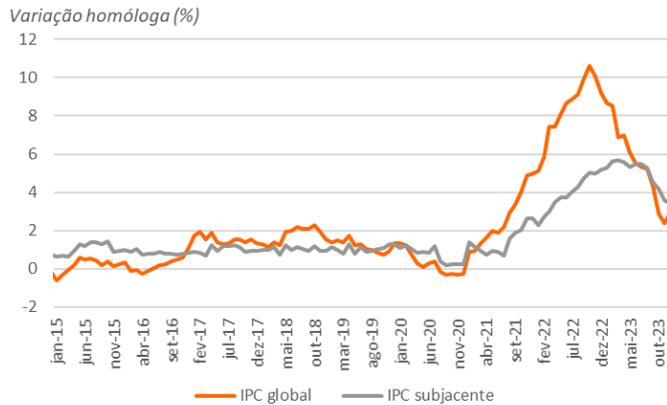
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Markit.

Zona Euro: PIB



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

Zona Euro: IPC harmonizado



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

Expectativas do mercado para a inflação na Zona Euro



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

Projeções macroeconómicas em dezembro de 2023

	2022	2023	2024	2025	2026
Crescimento do PIB	3,4	0,6 (0,7)	0,8 (1,0)	1,5 (1,5)	1,5
Inflação global	8,4	5,4 (5,6)	2,7 (3,2)	2,1 (2,1)	1,9
Inflação subjacente	3,9	5,0 (5,1)	2,7 (2,9)	2,3 (2,2)	2,1
Custos unitários do trabalho	3,2	6,1 (5,8)	4,1 (3,5)	2,6 (2,4)	2,0
Remuneração por trabalhador	4,3	5,3 (5,3)	4,6 (4,3)	3,8 (3,8)	3,3

Notas: Cenário central do BCE. Entre parêntesis, projeções anteriores (setembro de 2023).

BPI Research, 2024

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.