Nota Breve 07/03/2024

Mercados Financeiros · BCE: os cortes são para o verão

Pontos chave

- Uma reunião de continuidade para o BCE, quer em termos de política monetária (sem alteração de instrumentos e sem pré-anúncio de quaisquer alterações em abril), quer em termos de perspetivas para o cenário macroeconómico (apesar da redução das projeções para o PIB e para a inflação global, não houve alteração da narrativa nem das perspetivas para a Zona Euro).
- Na conferência de imprensa, Lagarde destacou a forte desinflação dos últimos trimestres (de 9,2% em dezembro de 2022 para 2,6% em fevereiro de 2024) e afirmou que os dados sobre a inflação estão a avançar na direção certa. No entanto, o BCE precisa de mais confiança de que o regresso aos 2% é sustentado.
- Esta confiança acrescida exige mais dados. Salientando a estratégia de "dependência de dados" do BCE, Lagarde afirmou que em abril terão "mais alguns dados" e em junho terão "muitos mais dados".
- No entanto, Lagarde reconheceu que o BCE começou hoje a discutir uma possível retirada da política monetária restritiva. Uma retirada que, como as palavras de Lagarde sugerem, o BCE implementará quando os dados da Zona Euro lhe derem confiança suficiente e sem necessidade de esperar por um primeiro corte de taxas de juro por parte da Fed nos EUA.
- Tudo isto reforça a ideia de que a reunião de 6 de junho é a mais favorável para uma primeira descida das taxas (90% de probabilidade, segundo os preços dos ativos financeiros que, nas palavras de Lagarde, "parecem estar a descontar melhor").

Cenário económico

- As novas previsões do BCE mantêm um cenário de atividade débil no curto prazo, mas que recupera ao longo de 2024, à medida que a inflação desce para os 2% e permite alguma recuperação do poder de compra das famílias.
- Assim, as novas projeções são relativamente semelhantes às apresentadas em dezembro e a alteração mais visível, a revisão em baixa para a inflação global em 2024, deve-se principalmente aos preços mais baixos da energia descontados nos mercados de futuros:

Previsões de março	2023	2024	2025	2026
Crescimento PIB	**0,5**	**0,6** (0,8)	**1,5** (1,5)	**1,6** (1,5)
Inflação global	**5,4**	**2,3** (2,7)	**2,0** (2,1)	**1,9** (1,9)
Inflação subjacente	**4,9**	**2,6** (2,7)	**2,1** (2,3)	**2,0** (2,1)

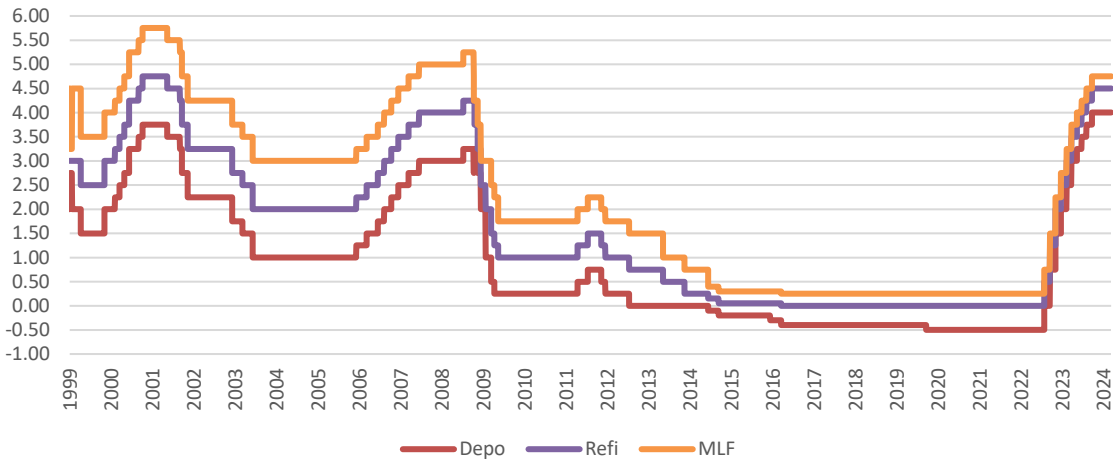
***Nota**: Cenário central do BCE. Entre parênteses, as projeções anteriores (dezembro de 2023).*

- Mais pormenorizadamente, o BCE considera que a atividade será fraca no início de 2024, afetada pela contenção das despesas das famílias, pela desaceleração do investimento e pelo abrandamento da procura externa. No entanto, também vê alguns sinais de uma revigoração da atividade nos próximos trimestres, apoiada por três fatores: i) crescimento do rendimento real das famílias, ii) menor resistência ao endurecimento das condições financeiras observado nos últimos dois anos e iii) recuperação da procura externa.

- No que diz respeito à inflação, o BCE congratula-se com os progressos conseguidos, graças ao desvanecimento dos choques de oferta e ao arrefecimento da procura implementado pela política monetária. Assim, o BCE sublinhou, por um lado, a descida da maioria dos indicadores da inflação subjacente, o ancorar das expectativas em cerca de 2% e os sinais de moderação do crescimento dos salários e, por outro, o facto de as margens estarem a absorver os aumentos dos custos.
- No entanto, há dois elementos que ainda mantêm o BCE cauteloso: a inflação interna continua elevada[1] e os dados atuais não são suficientemente fortes para dar ao BCE a confiança desejada de que o regresso da inflação a 2% será rápido e sustentado (por outras palavras, o BCE quer ver mais dados na direção certa).
- O BCE mantém um balanço de riscos em torno da atividade dominado por fatores negativos, entre os quais se destacam as tensões geopolíticas. Por outro lado, o equilíbrio dos riscos para a inflação permanece pouco claro, limitando-se a enumerar os riscos ascendentes (perturbações geopolíticas e da oferta) e os riscos descendentes (maior arrefecimento da procura), mas sem especificar quais os que mais receia.
- Por último, durante a conferência de imprensa, surgiram ainda duas questões mais estruturais:
  - No que respeita às dificuldades no mercado imobiliário comercial (CRE do inglês "*Commercial Real Estate*"), Luis de Guindos salientou que este é um dos riscos mais significativos para a estabilidade financeira, mas, ao mesmo tempo, recordou que a exposição do sector bancário europeu no seu conjunto ao mercado imobiliário comercial é baixa. A preocupação transmitida pelo BCE prendeu-se, portanto, com a maior exposição que algumas instituições específicas podem ter, especialmente no sector financeiro não bancário.
  - O BCE estava preocupado com as perspetivas de uma União do Mercado de Capitais e, de facto, Lagarde explicou que isso fez parte da discussão de hoje e que uma posição oficial do BCE seria divulgada mais tarde.

Política monetária

- O BCE manteve as taxas no pico atingido em setembro passado, tendo-as aumentado em 450 p.b. desde julho de 2022:



[1] O BCE mede a inflação interna com um IPC que inclui apenas produtos de baixa intensidade importadora (ou seja, com um conteúdo importador no consumo final de produtos inferior a 18%), e é um indicador particularmente sensível à dinâmica salarial.

- Para além de não ajustar nenhum dos seus instrumentos de política monetária, Lagarde anunciou que o BCE está muito próximo de concluir a revisão do seu quadro operacional e que os resultados deverão ser tornados públicos a 13 de março. [2]

Reação dos mercados

Os mercados financeiros receberam as mensagens do BCE de uma forma moderadamente otimista. A reação inicial foi *dovish*, com uma descida das taxas de juro soberanas (em toda a curva e tanto no núcleo como na periferia), alguma depreciação do euro e recuperações dos mercados bolsistas. Ao longo da sessão, as bolsas mantiveram o seu avanço, mas os movimentos das taxas de juro e das taxas de câmbio inverteram-se. Assim, os mercados chegaram ao final da sessão com o euro a valorizar acima dos 1,09 dólares e as taxas de juro quase estáveis, enquanto as expectativas implícitas para o BCE se mantiveram num primeiro corte de 25 p.b. em junho (90% de probabilidade) e em quatro cortes (-96 p.b.) no conjunto de 2024.

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.

[2] A nossa expetativa é que o BCE mantenha um sistema abundante em liquidez, dando continuidade ao quadro vigente, mas com uma implementação algo diferente. Embora até agora o excesso de liquidez tenha sido injetado proactivamente pelo BCE, uma alternativa seria oferecer operações de refinanciamento abundantes e regulares, em que a própria procura determina e satisfaz as suas necessidades de liquidez (ao estilo do Banco de Inglaterra ou do Riksbank). Esta revisão determinará a dimensão e a composição do balanço do BCE a mais longo prazo, mas, para efeitos práticos, em 2024 e 2025, o BCE manterá um balanço relativamente elevado e continuará a operar com uma liquidez muito abundante e suficientemente ampla para que a *depo* continue a ser a âncora de referência para as taxas de mercado. Para mais pormenores, ver o focus "BCE em revista", do IM12/2023.