

Nota Breve 05/04/2024

**Mercados financeiros · Abril, sem “dados mil” para o BCE****Reunião de 11 de abril de 2024: o que esperar**

- Não esperamos um corte nas taxas já em abril, mas acreditamos que o BCE deixará para junho o primeiro corte de 25 p.b. nas suas taxas de referência.
- O rumo da economia é propício a uma redução das taxas, com a inflação a aproximar-se dos 2%, sem sinais de efeitos de segunda ordem que comprometam o objetivo, e a atividade a estagnar num ambiente monetário restritivo, com elevada incerteza e fraca procura externa.
- No entanto, o BCE está a abordar esta flexibilização monetária com cautela e com uma tendência anti-inflacionista, o que é compreensível depois de ter registado o maior crescimento dos preços desde a década de 1970 e com uma inflação que se situa acima do objetivo de 2% há quase três anos. Além disso, há algumas componentes da inflação que são mais inerciais, permanecem a taxas elevadas e fazem-no num contexto em que o receio de um ciclo de retroação entre os preços, os salários e as margens das empresas ainda não se dissipou.
- É por isso que o BCE quer ver mais dados na direção certa antes de dar um passo. Além disso, há semanas que tem vindo a explicitar que, em abril, a informação disponível é demasiado escassa e que só em junho haverá dados suficientes para uma alteração da fase monetária.
- Em abril, portanto, não devemos esperar mais do que ajustamentos comunicativos para reforçar a perspetiva de um corte em junho e, talvez, alguma pista sobre a direção e a velocidade da política monetária no futuro.

**Condições económicas e financeiras recentes**

- **A inflação está perto dos 2%:**
  - A nossa opinião é que a inflação ultrapassou as duas primeiras fases da crise (o triplo choque dos estrangulamentos, dos preços da energia e dos produtos alimentares, seguido dos seus efeitos indiretos sobre todos os outros produtos). A última fase recaiu sobre preços mais inerciais (por exemplo, os serviços) e, embora a inflação já esteja próxima dos 2%, a sua descida e eventual consolidação serão graduais.
  - Em março, a inflação global desceu para 2,4% (IHPC global) e a inflação subjacente (excluindo energia e produtos alimentares) desceu para 2,9% (abaixo de 3% pela primeira vez desde fevereiro de 2022). Além disso, toda uma bateria de indicadores aponta para uma moderação generalizada, embora não definitiva, das pressões sobre os preços subjacentes (IHPC: 2,3%; *super core*: 3,3%; *trimmed mean* de 15%: 2,9%)<sup>1</sup>.
  - De acordo com dados corrigidos de sazonalidade, a inflação mensal homóloga anualizada em março foi de 1,8% (global) e 2,9% (subjacente), enquanto o *momentum*<sup>2</sup> se situou em 2,8% (global) e 3,2% (subjacente). Em parte, os dados mais recentes sobre o *momentum* são influenciados pelos ajustamentos de preços associados à mudança de ano e, como já indicado pelas taxas mensais, é de esperar uma nova moderação deste indicador no futuro. No entanto, o *momentum* apresenta também uma forte heterogeneidade entre componentes: produtos alimentares entre -0,8% (não transformados) e +3,1% (transformados), bens industriais não energéticos em 1,3% e serviços em 4,4%.
  - No que se refere aos efeitos da segunda ordem (ou seja, a relação salários-margens-preços), o crescimento dos salários abrandou para a região dos 4% (salários negociados +4,5% e remuneração por trabalhador +4,6% no quarto trimestre, indicador avançado do Indeed.com de 3,9% em fevereiro), enquanto o arrefecimento da procura tem atenuado a contribuição das margens das empresas.

<sup>1</sup> O PCCI recolhe preços a partir de uma média de uma componente comum de baixa frequência nos países da área do euro, o *super core* inclui apenas as componentes do IHPC *core* que são sensíveis ao ciclo económico e a *trimmed* de 15% exclui as 15% componentes mais voláteis.

<sup>2</sup> Variação anualizada da média trimestral do IPC em relação aos três meses anteriores.

- **A atividade económica mantém-se fraca:**

- O PIB tem evoluído no intervalo de  $\pm 0,1\%$  em termos trimestrais desde o 4T de 2022 e os indicadores sugerem que a dinâmica continuou no 1T de 2024 (o consenso dos analistas espera  $+0,1\%$ ). Existem, no entanto, alguns sinais de retoma, como a recuperação do PMI dos serviços para 50,2 em fevereiro e 51,5 em março (expandindo pela primeira vez desde julho de 2023) e um PMI da indústria transformadora ligeiramente menos negativo (acima de 46 em todo o 1T de 2024, o seu melhor valor desde março de 2023), tudo graças a um impulso mais forte dos países periféricos e a alguma melhoria em França, enquanto a atividade da Alemanha permanece frágil.
- Com base num mercado de trabalho forte (desemprego a um nível baixo de 6,5% em fevereiro), é de esperar um relançamento do crescimento, uma vez que a desinflação dá espaço ao poder de compra e abre a porta a uma flexibilização da política monetária.

- **Condições financeiras, no auge do aperto e a olhar para baixo:**

- As taxas de juro dos empréstimos às famílias e às empresas encontram-se em níveis não observados desde 2008-2009 (de acordo com os dados do BCE, +260 p.b. e +390 p.b. em relação ao final de 2021), mas nos últimos meses estabilizaram ou mesmo moderaram ligeiramente (-15 p.b. e -5 p.b. em relação ao outono).
- A Euribor 12M está quase 60 p.b. abaixo dos máximos atingidos em 2023 e as expectativas do mercado apontam para descidas homólogas a partir deste mês de abril.
- Os volumes de crédito ao sector privado mostram sinais de recuperação, acelerando de 0,4% homólogo em janeiro para 0,7% em fevereiro, de acordo com os dados do BCE para o conjunto da zona euro.
- As expectativas do mercado monetário em relação ao BCE estabilizaram e estão a prever um primeiro corte de 25 p.b. em junho com uma probabilidade de quase 100% e uma taxa *depo* de 3,00% no final do ano (em conformidade com as nossas próprias projeções).
- Desde a última reunião do BCE, em meados de março, as taxas de juro soberanas mantiveram-se relativamente estáveis, tanto no centro como na periferia da zona euro (a Itália é a exceção, com o seu prémio de risco a subir quase 15 p.b., na sequência da publicação de um défice orçamental para 2023 superior ao estimado). Por seu lado, as principais bolsas europeias acumularam ganhos generalizados e o euro continuou a flutuar em torno do nível de 1,08 dólares.

## Mensagens do BCE

- Nas últimas semanas, as declarações do BCE deram mais confiança para um primeiro corte de taxas em junho, mas, ao mesmo tempo, também mostraram cautela sobre os próximos passos, arrefecendo as expectativas de que o corte de junho será seguido por uma trajetória muito sustentada de cortes nas taxas.
- Assim, na conferência "O BCE e os seus observadores", realizada em março em Frankfurt, a Presidente Lagarde deixou claro que, se os dados mantiverem a tendência atual, em junho terá sido acumulada informação suficiente para passar da fase de "manutenção" da política restritiva para a fase de "início de inversão" desta restrição. Ao mesmo tempo, porém, Lagarde foi explícita no seu desejo de continuar com uma estratégia de "dependência dos dados" e de ir "reunião a reunião" após o primeiro corte de taxas (por oposição a uma estratégia em que o primeiro corte sinaliza claramente uma trajetória futura de cortes).
- Na mesma linha, esta quarta-feira, o governador do Banco de Espanha, de Cos, deixou claro que um corte em junho é o seu "cenário central", enquanto há algumas semanas o presidente do Bundesbank, Nagel, também reconheceu que o cenário mais provável é um primeiro corte de taxas antes das férias de verão. Por sua vez, as actas da reunião de março do BCE refletem uma maior confiança no início da descida das taxas, mas também sugerem que fazê-lo em abril seria prematuro e reiteram o desejo de manter a estratégia "dependente dos dados" que Lagarde defenderia mais tarde publicamente.

## Perspectivas do BCE a médio prazo

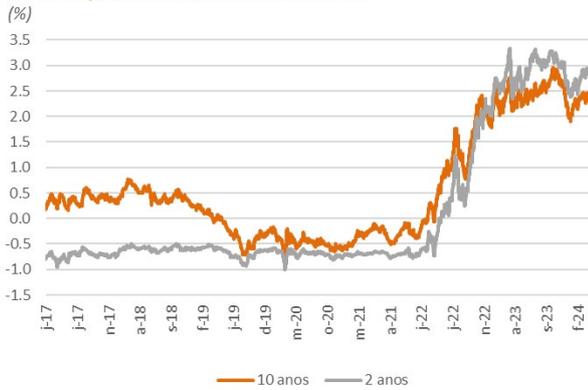
- As taxas atingiram o seu pico no outono (*depo* a 4,00% e *refi* a 4,50%) e, na primavera, estão previstas as primeiras reduções. Procurando um equilíbrio entre a forte desinflação passada, o declínio mais lento

da inflação atual e a força do mercado de trabalho, acreditamos que o BCE não fará um primeiro corte de taxas antes de junho (-25p.b.) e acompanhará a convergência da inflação para 2% com uma normalização monetária gradual (projetamos uma *depo* de 3,00% em dez-2024).

- Quanto aos restantes instrumentos, o BCE continuará a reduzir o seu balanço, quer através dos reembolsos dos TLTRO (os últimos 140 mil milhões de euros vencem até final do ano), quer através da redução das carteiras APP (passivamente em curso com reinvestimentos nulos) e do PEPP (começará em julho com reinvestimentos parciais, deixando vencer 7,5 mil milhões de euros/mês, e acelerará em 2025 com reinvestimentos nulos). Por seu lado, o TPI exerce uma influência positiva com o seu efeito comunicativo e, dadas as perspetivas atuais, não nos parece que o BCE necessite de o ativar.

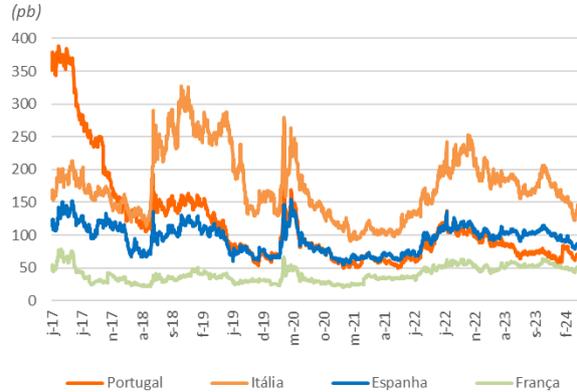
### Indicadores de condições financeiras

#### Taxas de juro da dívida soberana alemã



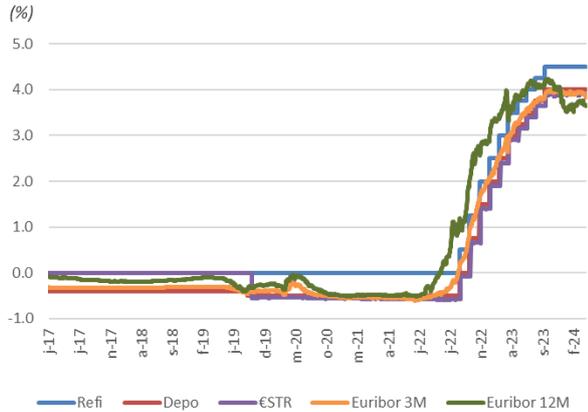
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

#### Prémios de risco da dívida soberana



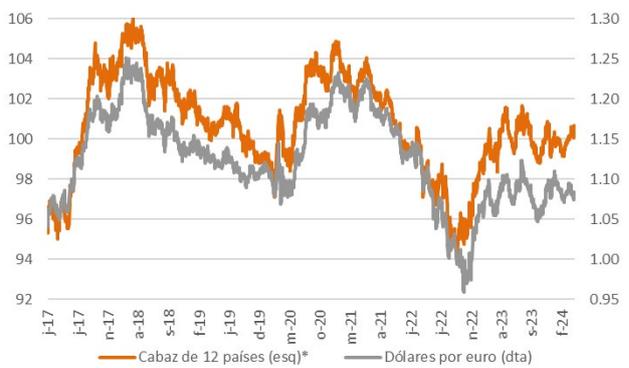
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

#### Taxas de juro no mercado interbancário



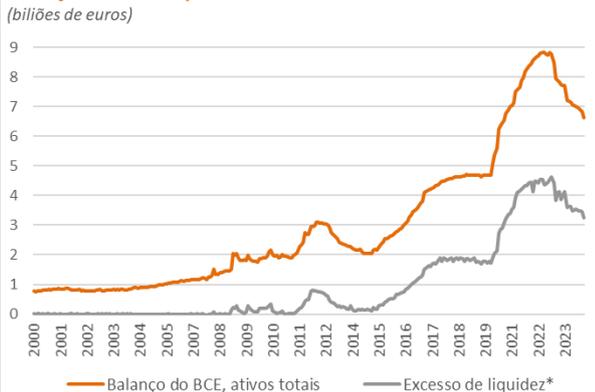
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

#### Taxas de cambio do euro



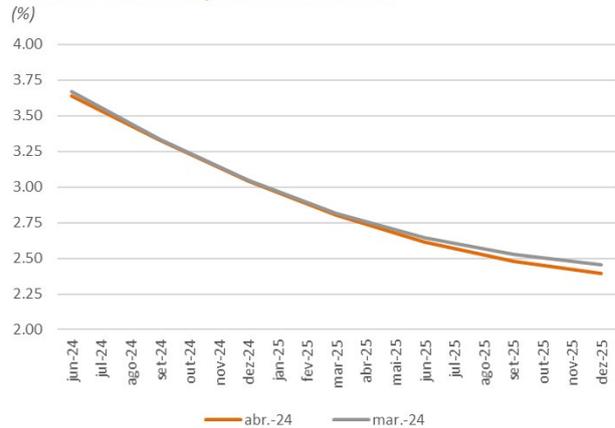
Nota: \*Taxa de cambio nominal efetiva relativamente a 12 moedas (100 = 1T 1999).  
Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

#### Balanço do BCE e liquidez



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

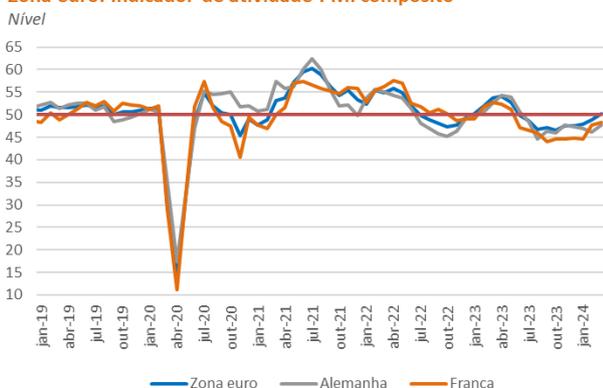
#### Euribor a 3 meses: expetativas de mercado\*



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

## Indicadores de condições económicas

**Zona euro: Indicador de atividade PMI compósito**



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.

**Expetativas do mercado para a inflação na eurozona**



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

## Previsões macroeconómicas em março de 2024

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

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

BPI Research, 2024

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 (DF-EEF) 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.