

Nota Breve 11/10/2024

Mercados financeiros · O BCE está à procura de um terceiro corte sem compromisso**Reunião de 17 de outubro de 2024: o que esperamos**

- Tudo indica que o BCE reduzirá as taxas de juro em outubro: as expectativas do mercado apontam para uma redução de 25 p.b. com uma probabilidade de 95% e a própria Presidente do BCE, Christine Lagarde, piscou o olho a essa redução após a descida dos últimos dados sobre a inflação e a atividade económica.
- Até setembro, o BCE estava a avançar a um ritmo de apenas um ajuste por trimestre (-25 p.b. em junho e setembro), e acreditamos que irá continuar com uma estratégia de “flexibilização monetária gradual”, embora haja momentos de aceleração e momentos de desaceleração:
 - Desde o primeiro corte do ciclo, o BCE recusou comprometer-se com uma velocidade fixa de cortes: embora a direção descendente das taxas seja clara, a velocidade dos cortes será uma função dos dados e das perspetivas de inflação, atividade e condições financeiras.
 - Como se explica a seguir, os últimos dados mostram um arrefecimento da economia europeia num contexto monetário claramente restritivo e com bons dados de inflação, não só na zona euro mas também nos EUA (a Fed arrancou em setembro com um corte de 50 p.b. ao qual o BCE não pode ser totalmente indiferente).
 - Isto dá maior confiança na vitória sobre a inflação, mas a luta ainda não terminou e, como indicam as próprias previsões do BCE e os indicadores das pressões sobre a componente subjacente dos preços, a inflação ainda levará algum tempo a ancorar no objetivo de 2% de forma sustentada.
 - Assim, para além dos ziguezagues da situação económica, a orientação de fundo do BCE continua a ser a de uma flexibilização gradual das suas taxas de juro para níveis neutros (taxa *depo* ~2%).
- Com o corte de outubro na taxa *depo* de 3,50% para 3,25% descontado pelo mercado, uma das grandes questões da reunião será a evolução e interpretação do mapa de riscos, especialmente tendo em conta a intensificação do conflito no Médio Oriente:
 - Por um lado, a presença do Irão evidencia o risco de um novo *shock* de preços da energia, uma vez que é responsável por quase 5% da produção mundial de petróleo e tem uma influência estratégica sobre passagens comerciais fundamentais, como o Estreito de Ormuz (20% do petróleo consumido no mundo).
 - Por outro lado, este potencial *shock* coexiste com sinais de que a OPEP pretende aumentar a produção de petróleo, bem como com uma capacidade de produção significativa que os principais países da OPEP mantêm atualmente ociosa. Além disso, a transmissão deste *shock* pode ser diferente (e gerar menos pressão sobre o BCE) se tivermos em conta a alteração do contexto em relação aos últimos dois anos: em 2024, prevalecem condições monetárias restritivas, que arrefeceram a atividade e reforçaram a ancoragem das expectativas de inflação.

Condições económicas e financeiras recentes

- **A inflação atinge os 2%, mas será ainda necessário algum tempo para atingir o objetivo de forma sustentada:**
 - A inflação global desceu para 1,8% em setembro no conjunto da zona euro, enquanto a inflação subjacente (excluindo produtos alimentares e energia) desceu para 2,7%. Ou seja, a inflação global desceu abaixo do objetivo de 2,0% pela primeira vez desde junho de 2021, enquanto a inflação subjacente atingiu um mínimo de 30 meses.
 - Com dados mais desagregados (disponíveis até agosto), toda uma panóplia de indicadores coloca as pressões sobre a componente subjacente dos preços entre 2,0% para o PCCI e 2,9% para o hiper-core.

- Nos próximos meses, embora seja provável que a inflação global recupere moderadamente devido aos efeitos de base da energia, a atenção centrar-se-á nos preços mais inerciais, entre os quais esperamos assistir a uma moderação lenta, mas sustentada da inflação subjacente graças aos serviços.
- A chave na base desta moderação é o equilíbrio entre o crescimento dos salários, as margens das empresas e a produtividade, em que os dados mais recentes refletem uma desaceleração dos salários (salários negociados +3,5% no 2T [contra 4,8% no 1T] e remuneração por trabalhador +4,3% [contra 4,8%]), enquanto as margens das empresas têm vindo a comprimir-se e, de acordo com a repartição do deflator do PIB, a sua contribuição para a inflação é próxima de zero.
- **A atividade arrefece:**
 - O PIB acelerou no primeiro semestre de 2024, mas, desde o verão, os indicadores têm revelado uma nova perda de dinamismo. O PMI composto caiu para 49,6 pontos em setembro (média do 3T de 50,3 contra 51,6 no 2T), arrastado pelas dificuldades na indústria transformadora (45,0) e pela perda de dinamismo nos serviços, ainda assim em expansão (51,4 pontos, um mínimo em 7 meses).
 - A atividade é apoiada por um mercado de trabalho sólido (taxa de desemprego de 6,4% em agosto, um mínimo da série histórica) e por uma certa recuperação do poder de compra (graças à inércia do crescimento dos salários e à queda da inflação), fatores que serão reforçados pela flexibilização da política monetária. No entanto, os ventos contrários continuam a soprar, quer em termos geopolíticos, quer em termos de dificuldades económicas estruturais (Alemanha) ou da necessidade de ajustar as finanças públicas (Itália, França). Por outro lado, a elevada taxa de poupança das famílias (15,7% no 2T 2024) está atualmente a travar o consumo, mas poderá constituir um vento de cauda para o futuro.
- **O aperto das condições financeiras está a começar a abrandar:**
 - As taxas de juro dos empréstimos às famílias e às empresas estão a moderar face aos níveis elevados (segundo dados do BCE, em agosto situavam-se em 3,7% e 5,0%, respetivamente, cerca de 30 p.b. abaixo do pico de 2023). E, desde junho, a Euribor 12M desceu quase 100 p.b. para 2,8%.
 - O crédito está a mostrar sinais de melhoria, com os dados do BCE para a Zona Euro a mostrarem uma aceleração do crescimento anual dos empréstimos às famílias e às empresas para +0,6% e +0,8% em agosto.
 - Os mercados descontam dois cortes nas taxas do BCE até ao final de 2024 e mais quatro em 2025 (taxa *depo* de 3,00% em dez-2024 e 2,00% em dez-2025).
 - Desde a última reunião do BCE, os mercados financeiros têm estado voláteis devido ao aumento das tensões no Médio Oriente (levando o Brent dos 70 dólares para um pouco menos de 80 dólares) e ao vai-e-vem das expectativas em relação às taxas de juro dos EUA (levando o *Treasury* a 10 anos a subir mais de 40 p.b.). Globalmente, as bolsas europeias acumularam ganhos modestos, as yields soberanas a 10 anos subiram de forma mista (Alemanha +10p.b., França quase 20 p.b., Espanha +5p.b., e +1p.b. ou nada em Itália e Portugal) e o euro flutuou abaixo de \$1,10 (-1%).

As mensagens do BCE

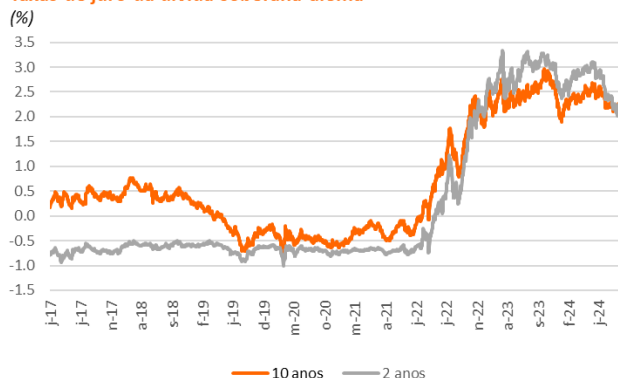
- As últimas mensagens do BCE deixaram claro que um número significativo de responsáveis acredita que os últimos dados sobre a atividade e a inflação justificam uma nova redução das taxas.
- Na sequência da divulgação de alguns dados em setembro (poucos, mas fundamentais: inflação por países e PMI), Lagarde assinalou uma maior confiança no objetivo de inflação e indicou que o BCE teria isso em conta em outubro (notável, dado que, alguns meses antes, Lagarde tinha pedido “não apenas alguns” mas “dados suficientes”).
- Na mesma linha, Isabel Schnabel, um membro habitualmente mais *hawkish*, reconheceu também uma maior confiança na superação da inflação, sublinhando que o BCE não pode ignorar as dificuldades de crescimento económico.
- Assim, vários governadores, como os do Banco de França, do Banco de Portugal e do Suomen Pankki (Finlândia), sugeriram ser favoráveis a uma redução das taxas em outubro.

Perspetivas do BCE a médio prazo

- Na ausência de novos choques, e uma vez confirmado que o BCE se encontra na fase de cortes do ciclo monetário, esperamos uma flexibilização gradual da política monetária que, em 2026, levará as taxas de juro para níveis neutros (taxa *depo* ~2%).
- Além disso, o BCE continuará a reduzir o seu balanço. Quase todas as TLTRO já venceram (os últimos 30 mil milhões de euros vencem em dezembro) e o APP e o PEPP serão reduzidos de forma passiva (o APP tem reinvestimentos zero e o PEPP tem reinvestimentos parciais no 2.º semestre de 2024 e zero em 2025).

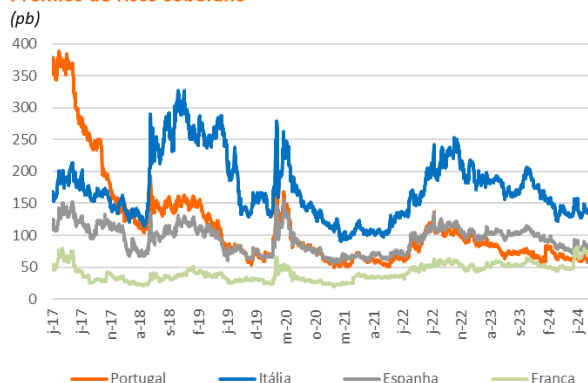
Indicadores de condições financeiras

Taxas de juro da dívida soberana alemã



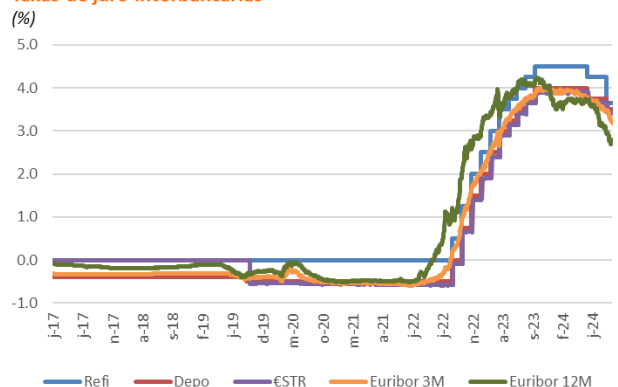
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Prémios de risco soberano



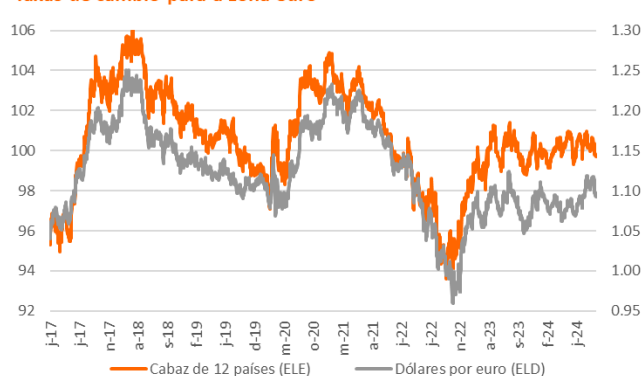
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Taxas de juro interbancárias



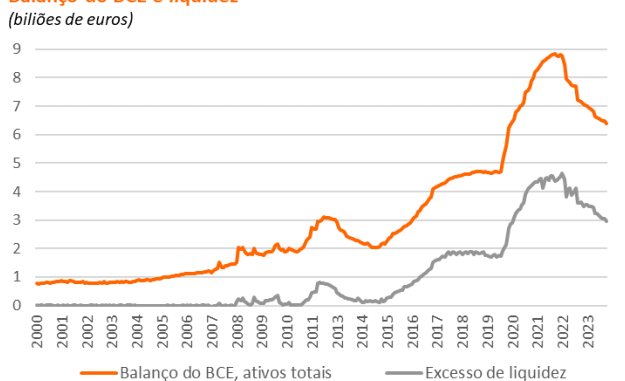
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Taxas de câmbio para a zona euro



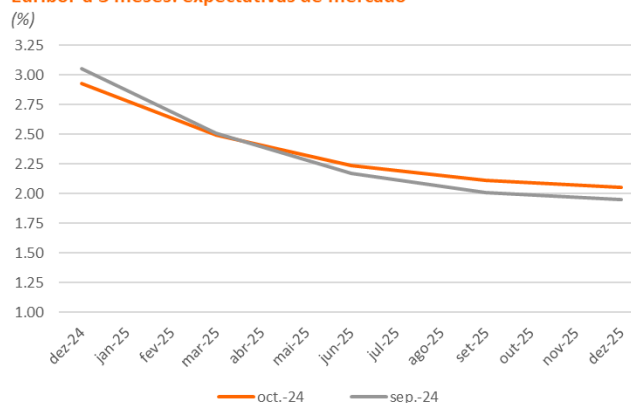
Nota: *Taxa de câmbio nominal efetiva em relação a 12 divisas (100 = 1T 1999).
 Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

Balanco do BCE e liquidez



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

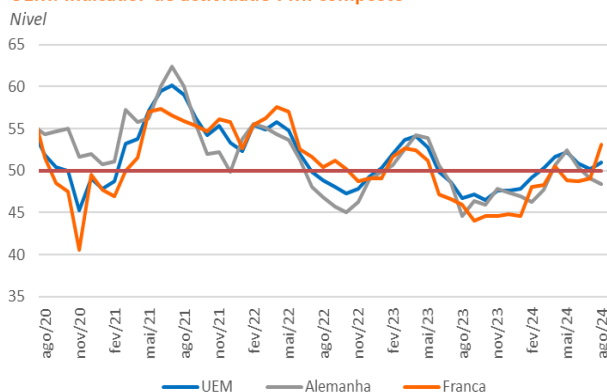
Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*



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

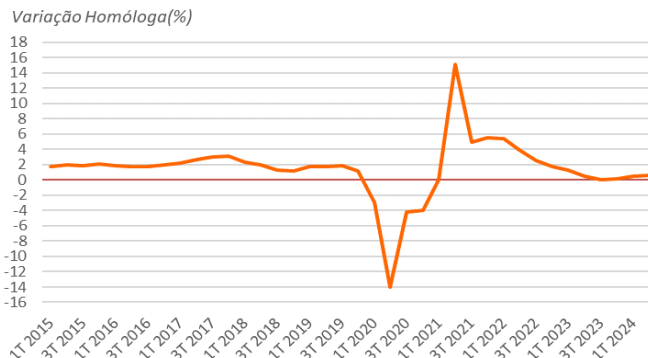
Indicadores de condições económicas

UEM: Indicador de actividade PMI composto



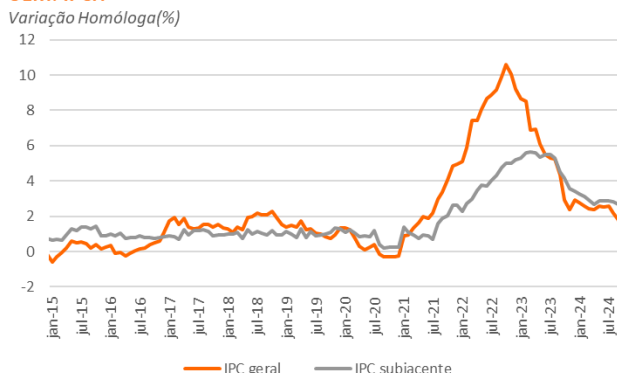
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Markit.

UEM: PIB



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

UEM: IPCH



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

Expectativas de inflação de mercado para a UEM



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

Projeções macroeconómicas em setembro de 2024

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

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