

8 de março de 2024

TEMPORADAS E EPISÓDIOS: BCE CONTINUA NA TEMPORADA DE “HOLDING SEASON”, MAS A MEIO DO EPISÓDIO ANUNCIA NOVA TEMPORADA A CAMINHO

Bruno Fernandes: brunofernandes@santander.ptRui Constantino: rui.constantino@santander.pt

Temporada II: “Holding Season” & Episódio: “Still elevated price pressures”

O BCE manteve, como esperado, as taxas de juro de referência, considerando que, na conjuntura económica resiliente, continuam a predominar pressões inflacionistas.

Os indicadores económicos relativos ao 4.º trimestre de 2023 (divulgados em janeiro de 2024) voltaram a confirmar que atividade económica permaneceu fraca, fruto de um abrandamento da procura, interna e externa, esta última associada a uma perda de competitividade estrutural, com especial impacto na economia alemã em resultado de custos energéticos mais elevados.

Contudo, os inquéritos relativos aos primeiros meses de 2024 sinalizam uma recuperação gradual da atividade económica ao longo de 2024, suportada pelo efeito dual associado à desaceleração da inflação e subida dos salários, conduzindo a uma recuperação do poder de compra e consequentemente alavancando o crescimento económico. Adicionalmente, o BCE antevê que os efeitos da subida das taxas de juro poderão desvanecer-se ao longo de 2024, potenciando a uma recuperação da procura externa da zona euro.

Ainda assim, o BCE reviu em baixa as projeções de crescimento, para 2024, para 0.6% (-0.2pp), manteve a projeção para 2025 em 1.5% e reviu em alta para 2026, para 1.6% (+0.1pp).

Apesar dos níveis elevados de taxas de juro e da desaceleração da atividade económica, a surpreendente resiliência do mercado de trabalho – com a taxa de desemprego no nível mais baixo de sempre desde o início do euro e um crescimento robusto dos salários – continua a dificultar a tarefa do BCE no processo de decidir qual o momento em que a temporada de “Restritividade” se inicia. Só depois se seguiria a fase de “Normalização”.

Existem sinais de que o crescimento dos salários está a moderar, contudo a um ritmo atualmente insuficiente para que o BCE esteja suficientemente confortável para reconhecer que as pressões inflacionistas estão controladas. Os dados a divulgar nos próximos três meses serão muito relevantes para validar esta tendência.

No entanto, o BCE reviu em baixa, de forma mais pronunciada, as suas projeções de inflação, para 3.3% em 2024 (-0.3pp) e 2.0% em 2025 (-0.1%), mantendo a previsão de 1.9% para 2026. A inflação estaria, assim, já em linha com o objetivo do BCE em meados de 2025.

Parte desta desaceleração resultou da descida dos preços da energia, com o BCE especialmente focado na inflação interna, em especial a dos serviços, que depende da dinâmica dos salários.

Para que o BCE sinalize objetivamente que as pressões inflacionistas estão controladas e a diminuir sustentadamente é preciso confirmar que o aumento dos custos unitários do trabalho (CUT) estão a ser absorvidos nas margens das empresas, ou seja, não são transmitidos aos preços dos seus produtos e/ou serviços. Os dados mais recentes disponíveis apontam para uma moderação dos CUT no 4T 2023 – ainda assim sinalizando um crescimento em redor de 5% e com as principais economias do euro a explicarem 80% do crescimento – assim como uma moderação das margens de lucro das empresas, mas evoluir acima de 3%.

Adicionalmente, existem riscos que ainda podem incrementar as pressões sobre o ritmo de moderação da inflação, e que estão a relacionadas com os mais recentes aumentos dos custos de transporte associados às tensões no Médio Oriente e aos ataques a navios no acesso ao Mar Vermelho, observados ao longo do 1T 2024, e que estão a crescer 192% face aos níveis de 2023. O BCE, contudo, considera que os riscos de transmissão devem ser pouco significativos, contribuindo com mais 0.25pb para a inflação anual em 2024 e 2025. Mas os riscos estão enviesados em alta. Os efeitos de propagação da reaceleração dos custos de transporte para as

restantes componentes de inflação é um risco que não devemos negligenciar, e que poderá rapidamente se transmitir à velocidade de crescimento dos preços, nomeadamente num contexto em que a procura interna continue a caracterizar-se por uma recuperação do poder de compra e níveis baixos de desemprego, como antecipado pelo BCE no seu cenário económico.

Nova temporada – “Restrictiveness” – em Junho?

A meio do episódio (conferência de imprensa), a Presidente Lagarde anunciou que afinal a nova temporada de “restrictiveness” pode estar mais próxima – com o diferencial entre taxas de juro nominais e inflação a tornarem-se mais positivas – ao referir que já foram iniciadas as primeiras discussões relativamente ao início do ciclo de descida de taxas de juro. O início desta temporada está dependente, como foi bem reforçado, da necessidade de observar “mais bons” dados de inflação, que naturalmente estão dependentes da transmissão do aumento dos custos de produção aos preços, numa conjuntura em que se espera que o desemprego permaneça baixo apesar do fraco de crescimento económico.

A Presidente Lagarde disse que em abril deveria ter ainda poucos dados, mas que em junho já teria **muitos mais dados** para avaliar a situação.

Portanto, de uma situação em que ainda estávamos, no início da conferência de imprensa, na temporada de “holding season” que ainda não tinha um fim anunciado, passámos para a possibilidade de nova temporada em junho, podendo-se iniciar o ciclo de descida de taxas de juro. Contudo, a descida deve ser gradual (em passos de 25pb), mantendo as taxas de juro num contexto ainda restritivo (daí a “restrictiveness”).

A possibilidade do primeiro corte em junho assenta na verificação das seguintes condições: que a subida dos salários seja acomodada nas margens das empresas, e que os custos de transporte e reversão do preço da energia não alterem a tendência de descida da inflação.

Contudo, em função da mensagem transmitida, os limiares para que o BCE considere que as condições não estão verificadas são elevados. As taxas de juro irão descer, mas de forma gradual. Assim, resta saber se teremos um corte em cada uma das reuniões - 5, incluindo a de junho, num total de 125pb - ou se o fará de forma alternada (num total de 75pb).

Este é o *suspense* para a temporada de “restrictiveness”, em que consideramos que teremos descidas em ritmo alternado, num total de 75pb. Contudo, não podemos excluir o cenário de que a inflação possa reacelerar na segunda metade de 2024, à luz dos fatores descritos anteriormente, obrigando o BCE a reajustar o leme da política monetária.

Cenário económico do BCE

Real GDP, labour markets and trade projections

(annual percentage changes, unless otherwise indicated)

	March 2024					December 2023				
	2022	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026	
Real GDP	3.4	0.5	0.6	1.5	1.6	0.6	0.8	1.5	1.5	
Private consumption	4.2	0.5	1.2	1.6	1.5	0.5	1.4	1.6	1.4	
Government consumption	1.6	0.2	1.3	1.4	1.2	0.1	1.1	1.3	1.2	
Gross fixed capital formation	2.8	0.8	-0.6	1.6	2.3	1.3	0.4	1.8	2.1	
Exports ¹⁾	7.4	-0.7	1.0	2.9	3.2	-0.4	1.1	2.9	3.0	
Imports ¹⁾	8.1	-1.3	1.0	3.1	3.2	-0.9	1.7	3.1	3.0	
Employment	2.3	1.4	0.5	0.3	0.4	1.4	0.4	0.4	0.4	
Unemployment rate (percentage of labour force)	6.7	6.5	6.7	6.6	6.6	6.5	6.6	6.5	6.4	
Current account balance (percentage of GDP)	-0.6	1.8	3.2	3.2	3.1	1.2	1.0	1.0	1.1	

Notes: Real GDP and components refer to seasonally and working day-adjusted data. Historical data may differ from the latest Eurostat publications owing to data releases after the cut-off date for the projections. Data are available for downloading, also at quarterly frequency, from the [Macroeconomic Projection Database](#) on the ECB website.

1) This includes intra-euro area trade.

Price and cost developments for the euro area

(annual percentage changes)

	March 2024					December 2023				
	2022	2023	2024	2025	2026	2023	2024	2025	2026	
HICP	8.4	5.4	2.3	2.0	1.9	5.4	2.7	2.1	1.9	
HICP energy	37.0	-2.0	-1.6	0.5	0.6	-1.9	1.2	0.3	-0.1	
HICP food	9.0	10.9	3.2	2.3	2.3	10.9	3.2	2.5	2.3	
HICP excluding energy	5.1	6.3	2.7	2.2	2.0	6.3	2.8	2.4	2.1	
HICP excluding energy and food	3.9	4.9	2.6	2.1	2.0	5.0	2.7	2.3	2.1	
HICP excluding energy, food and changes in indirect taxes ¹⁾	3.9	4.9	2.6	2.1	2.0	5.0	2.7	2.3	2.1	
GDP deflator	4.6	5.9	2.9	2.3	1.9	5.6	2.9	2.5	1.9	
Import deflator	17.5	-3.0	-0.4	2.4	2.2	-2.9	1.0	2.3	2.0	
Unit labour costs	3.3	6.2	4.4	2.3	1.7	6.1	4.1	2.6	2.0	
Compensation per employee	4.5	5.3	4.5	3.6	3.0	5.3	4.6	3.8	3.3	
Labour productivity²⁾	1.2	-0.8	0.1	1.2	1.2	-0.8	0.4	1.1	1.2	

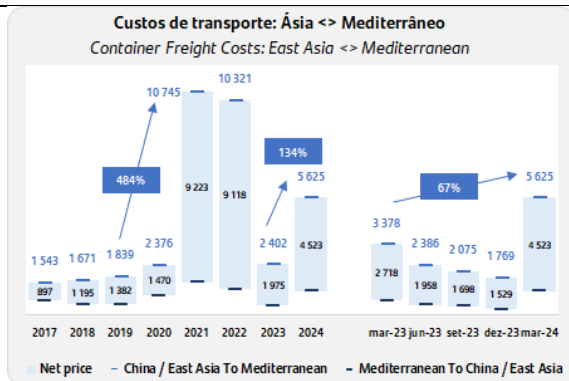
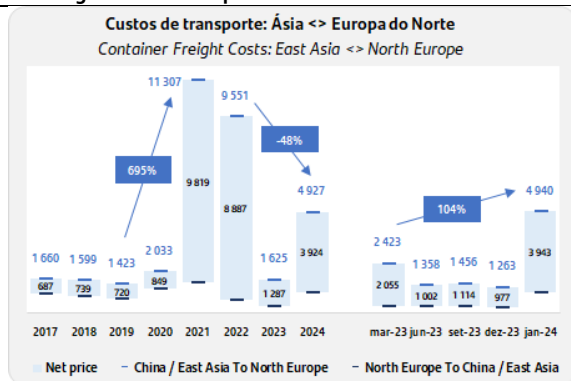
Notes: The GDP and import deflators, unit labour costs, compensation per employee and labour productivity refer to seasonally and working day-adjusted data. Historical data may differ from the latest Eurostat publications owing to data releases after the cut-off date for the projections. Data are available for downloading, also at quarterly frequency, from the [Macroeconomic Projection Database](#) on the ECB website.

1) The sub-index is based on estimates of actual impacts of indirect taxes. This may differ from Eurostat data, which assume a full and immediate pass-through of indirect tax impacts to the HICP.

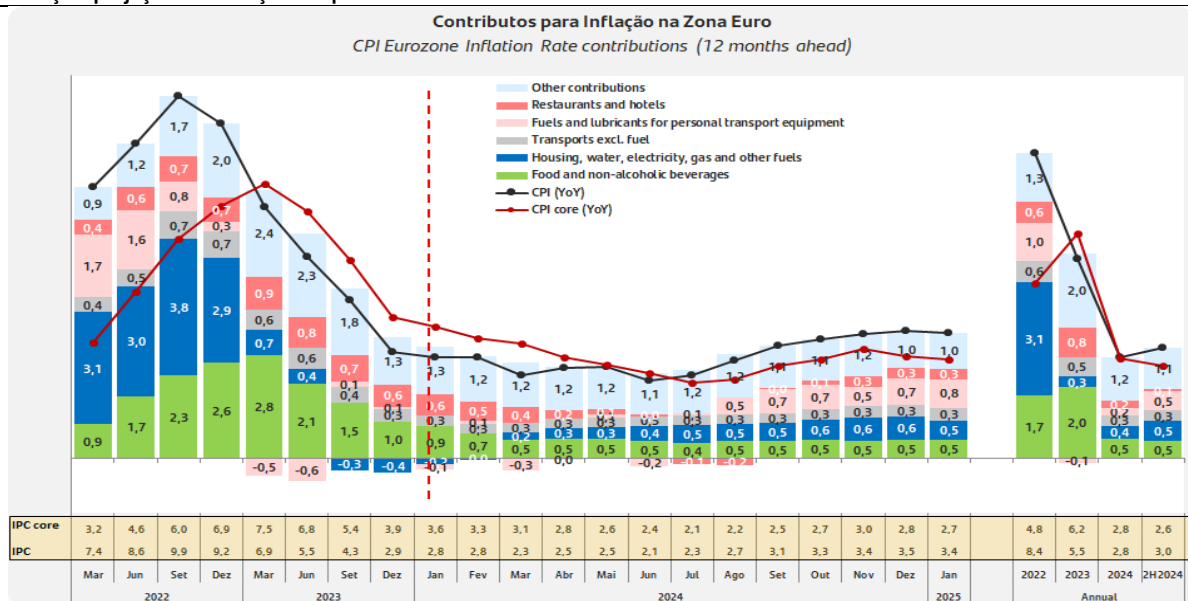
2) Measured as real GDP per person employed.

Fonte: BCE, https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202403_ecbstaff-f2f2d34d5a.pt.html

Custos globais de transporte



Inflação: projeção de evolução nos próximos 12 meses



Fonte: Datastream, Santander Portugal