

Nota Breve 09/04/2019

Mercados financeiros · BCE: riscos de baixa no cenário dominam o debate

Reunião de 10 de abril de 2019: que esperamos

- **O BCE definiu a agenda de 2019 com os anúncios importantes realizados na reunião de março.** Em particular, após o adiamento da data indicativa do primeiro aumento da taxa para 2020 e o anúncio de uma nova injeção de liquidez com as chamadas TLTRO (mais detalhes [aqui](#)), **o BCE não deverá fazer mudanças significativas na sua política monetária nos próximos meses.**
- Assim, na reunião de abril, o BCE deverá limitar-se a reiterar a intenção de manter as taxas de juros nos níveis atuais até, pelo menos, ao final de 2019 e a lembrar que continuará presente nos mercados por um longo período através do reinvestimento de ativos detidos no balanço que atingem a maturidade.
- No entanto, **a reunião será importante para nos apercebermos de como está a evoluir a avaliação do cenário macroeconómico** da instituição:
 - Até agora, **o BCE reiterou que a fraqueza da zona do euro nos últimos trimestres resulta de fatores transitórios** (como a adaptação do setor automóvel aos novos regulamentos de emissões) e de fatores de risco e incertezas globais (como dúvidas sobre o verdadeiro grau de desaceleração da economia chinesa).
 - Mas **a incerteza sobre a persistência destes fatores é elevada.** Dado o risco de que o ambiente de baixas taxas de juros seja mais longo do que o esperado, nas próximas reuniões também será dada atenção a possíveis medidas que visem mitigar os seus efeitos adversos: em particular, o custo da liquidez obtido através das novas TLTRO (que ainda não foi anunciado, e que o BCE pode modular dependendo da evolução do cenário) e a possibilidade de implementar uma taxa de juros escalonada para a facilidade marginal de depósitos (o chamado "tiering")¹. De qualquer forma, esses detalhes ainda não se devem concretizar em abril.

Condições financeiras e económicas recentes

- **A atividade da Zona euro avança a um ritmo moderado:**
 - Os indicadores dos primeiros meses de 2019 mostram pequenas melhorias em comparação com o último período de 2018 e estão em linha com uma taxa de crescimento positiva, mas moderada.
 - Enquanto o setor manufatureiro continua em queda (a média do índice PMI do setor ficou em 49,1 pontos na média do 1T 2019, ie, numa zona ligeiramente contracionista), o setor dos serviços continua em expansão (a média do primeiro trimestre de 2019 do índice PMI foi de 53,4 pontos, acima dos 50 pontos que separam a zona expansiva da zona de contração) e a procura doméstica mantém um tom positivo.
 - Assim, na medida em que as incertezas e fatores acima discutidos se dissiparem, podemos esperar que a zona do euro ganhe algum dinamismo no segundo semestre do ano.
- **A inflação geral (1,4% em março) e a inflação subjacente (1,0%) permanecem contidas** e as expectativas de inflação medidas através dos instrumentos financeiros reduziram-se. No entanto, as expectativas dos analistas para a inflação no médio prazo permanecem próximas a 2%; também o dinamismo demonstrado pelos salários (o indicador de salários negociados publicado pelo BCE aumentou 2,2% no 4T 2018, o maior registo em seis anos) sustenta a perspetiva de recuperação da inflação no médio prazo.

¹ As reservas mínimas exigidas pelo BCE são remuneradas à taxa refi (atualmente 0,00%), enquanto que as reservas que excedem o mínimo são remuneradas à taxa de juro da facilidade de depósitos (atualmente -0,40%). Num sistema escalonado ou de *tiering*, a remuneração das reservas far-se-ia por escalões (*tiers*), reduzindo o custo que os bancos pagariam pelas reservas excedentárias. Por exemplo, o Banco do Japão aplica um sistema com três escalões: o primeiro remunerado a 0,10%, o segundo 0,00% e o terceiro -0,10%.

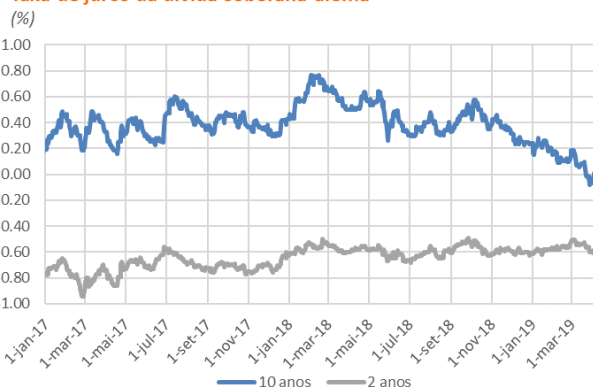
- **As condições financeiras permanecem em terreno acomodatório.** Os mercados financeiros mantêm um tom positivo e os mercados de ações recuperaram as quedas sofridas no final de 2018. Por sua vez, as taxas de juros permanecem em níveis historicamente muito baixos e os prémios de risco permanecem em níveis moderados.

Perspetivas do BCE para o médio prazo

- **O BCE está num impasse entre o fim das compras líquidas de ativos** (implementadas em dezembro passado) **e o primeiro aumento das taxas.** Embora na estratégia inicial do BCE isso pudesse ocorrer no final de 2019, o abrandamento da atividade nos últimos trimestres e o surgimento de riscos descendentes (p. ex., as tensões geopolíticas, vulnerabilidades nas economias emergentes ou turbulência financeira) adiaram os planos do BCE.
- **Nos próximos meses, o BCE permanecerá paciente antes de dar novos passos na retirada dos estímulos monetários:**
 - Por um lado, a zona do euro deixou para trás os fatores de fraqueza que tornaram necessária uma política monetária extraordinariamente acomodatória: 1) desapareceu o risco de deflação, 2) a atividade tem consolidado a sua recuperação, tendo encerrado o hiato de produção, e o desemprego diminuiu para os níveis de 2006 e 3) os salários exibem um dinamismo mais positivo, dando suporte a uma convergência muito gradual da inflação para a meta do BCE.
 - Por outro lado, a incerteza sobre se o abrandamento da atividade pode ser mais persistente do que o esperado, dá suporte a uma abordagem cautelosa por parte do BCE nos próximos meses, sem que haja alterações nos parâmetros da política monetária e lembrando que está preparado para agir se for necessário.
- **O ajuste dos estímulos monetários é um processo lento.** É fundamental uma comunicação clara que torne as decisões do BCE previsíveis, que permita gerir as expectativas e que garanta uma normalização ordenada das condições financeiras. A este respeito, as grandes mudanças no seio do Conselho de Administração, como o fim do mandato do economista-chefe Peter Praet em maio (que será substituído por Philip Lane, o atual governador do Banco da Irlanda) e do mandato do presidente Draghi em outubro, representam um desafio para a gestão da comunicação do BCE.
- Como parte da estratégia de retirada gradual dos estímulos, será improvável que o BCE aumente as taxas de juro antes do primeiro trimestre de 2020, prosseguindo, a partir daí, com aumentos muito graduais; também deverá permanecer no mercado com o reinvestimento dos títulos vencidos por um longo período de tempo.

Indicadores de condições financeiras

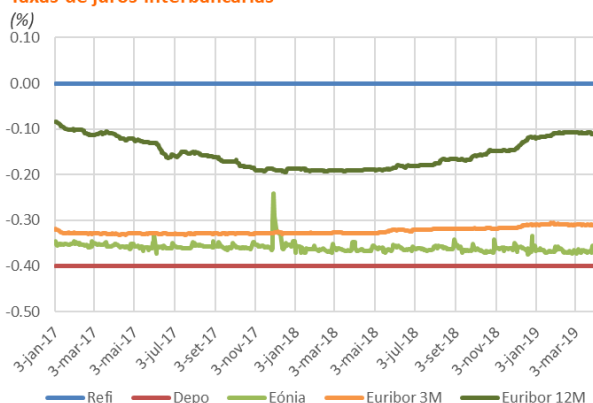
Taxa de juros da dívida soberana alemã



Prémios de risco da dívida soberana



Taxas de juros interbancárias

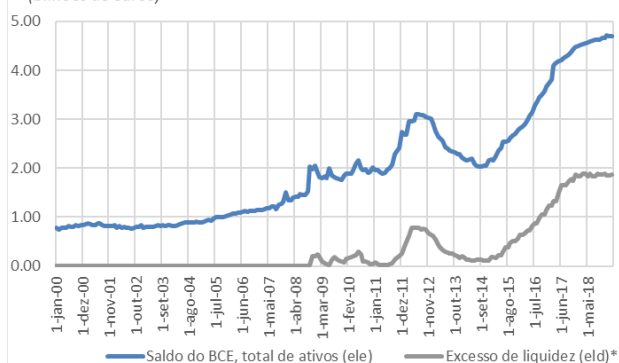


Taxas de câmbio para a zona do euro



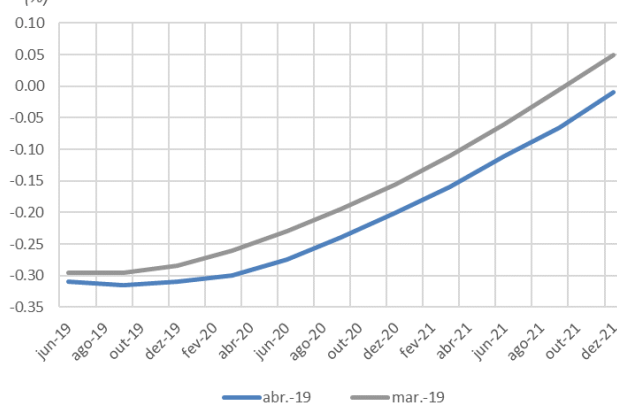
Saldo e liquidez do BCE

(bilhões de euros)



Euribor a 3 meses: expetativas de mercado*

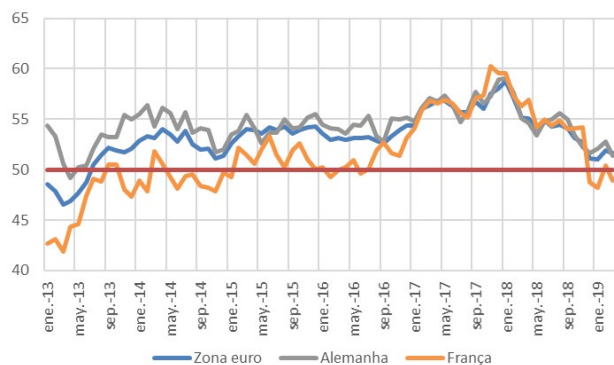
(%)



Indicadores de condições económicas

Zona Euro: indicador de atividade do PMI compósito

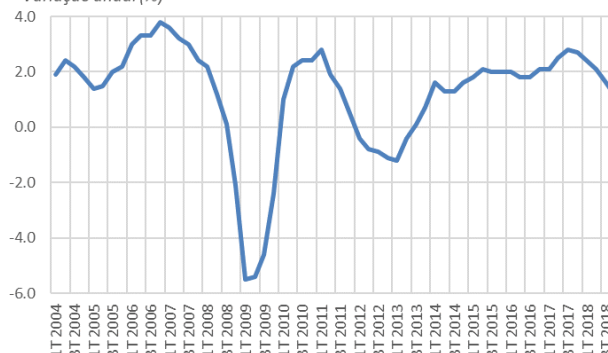
Nível



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

Zona euro: PIB

Variação anual (%)



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

Zona euro: IPC harmonizado

Variação anual (%)



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

Expetativas de inflação do mercado para a zona euro

Forward de inflação a 5 anos em 5 anos (%)



Fonte: BPI Research, a partir de dados da Thomson Reuters.

Zona euro: previsões

Variação anual (%)

	Previsões BCE				Previsões BPI Research		
	2018	2019	2020	2021	2019	2020	2021
PIB	1.8	1.1	1.6	1.5	1.3	1.5	1.6
IPCH	1.8	1.2	1.5	1.6	1.4	1.6	1.8
IPCH sem energia nem alimentos	1.2	1.2	1.4	1.6	1.2	1.6	1.8

Fonte: BPI Research, a partir das projeções de março de 2019 do BCE.

Indicadores de condições económicas

BPI Research | 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.