

Nota Breve 23/10/2019

Mercados financeiros · O adeus de Draghi, uma reunião de transição num contexto de desaceleração**Reunião de 24 de outubro de 2019: o que esperamos**

- Após atender às expectativas e lançar um novo pacote de estímulo em setembro (mais detalhes na secção final desta nota breve), em outubro **não são esperadas novas mudanças na política monetária**.
- Na reunião de outubro, **o foco será a avaliação que o BCE faz dos últimos indicadores económicos e a evolução do cenário**, uma vez que o novo pacote de estímulos responde a uma visão mais sombria das perspetivas económicas.
- Além disso, **amanhã, dia 24 de outubro, será a última reunião de Mario Draghi à frente do BCE**: o seu mandato termina a 31 de outubro e Christine Lagarde assumirá o cargo a partir de 1 de novembro¹. Nesse sentido, **será importante verificar se as divergências se intensificam quanto ao rumo que o BCE deve seguir após haver sinais de divisão no Conselho do BCE na última reunião**.

Condições económicas e financeiras recentes

- **A zona euro enfrenta um cenário mais sombrio**, principalmente porque: (i) a fraqueza dos indicadores económicos é mais acentuada, (ii) se prolongam incertezas importantes (como tensões comerciais, conflitos geopolíticos a nível europeu ou vulnerabilidades nas economias emergentes) e (iii) pela persistência da inflação fora do objetivo do BCE.
- **A atividade está a crescer a um ritmo modesto** (indicadores como a €-coin apenas sugerem um aumento do PIB de 0,2% no 3T, em relação ao trimestre anterior) e com disparidade entre países e setores:
 - **O setor industrial continua a ressentir-se, mas o setor dos serviços resiste** (em setembro, os PMIs da manufatura e dos serviços da zona euro ficaram em 45,7 e 51,6 pontos, respetivamente).
 - **A procura externa ressent-se** com um ambiente externo mais difícil, **mas a procura doméstica permanece resiliente** e apoiada pelo mercado de trabalho.
 - Enquanto a **Alemanha** (que provavelmente entrará em recessão técnica no 3T) **ainda é penalizada pelas dificuldades dos setores externo e industrial e Itália continua com registos apáticos**, economias como **França e Espanha mantêm um melhor desempenho**.
- **A inflação está em níveis moderados** (inflação geral e subjacente situaram-se em 0,8% e 1,2% em setembro em relação ao ano anterior, respetivamente).
- **As condições financeiras relaxaram novamente após um verão turbulento**:
 - As bolsas de valores e as taxas de juros recuperaram graças a declarações conciliadoras entre os EUA e a China e as medidas dos bancos centrais.
 - Os preços de mercado ainda refletem a expectativa de um maior estímulo monetário (entre dois e três novos cortes pela Fed até o final de 2020 e um novo corte de 10 p. b. pelo BCE nos próximos trimestres). No entanto, essas expectativas foram muito mais pronunciadas em agosto e atenuaram-se nos últimos dois meses.

¹ Mario Draghi deixa um BCE na fronteira tecnológica da política monetária, mas na qual surgiram dúvidas sobre a eficácia das novas medidas de estímulo. Essas dúvidas foram expressas no próprio BCE e Christine Lagarde começará o seu mandato com um Conselho do BCE em que o desacordo aumentou. Recentemente, revimos o legado de Draghi e os desafios que Lagarde enfrenta no artigo «[O adeus de \(Super\) Mario Draghi](https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/temas-em-destaque)», disponível em <https://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/estudos-e-mercados/temas-em-destaque>.

- Apesar desta recuperação, o ambiente financeiro permanece frágil e sensível às mensagens dos bancos centrais, fontes de risco político e dúvidas sobre a extensão da desaceleração da economia global.

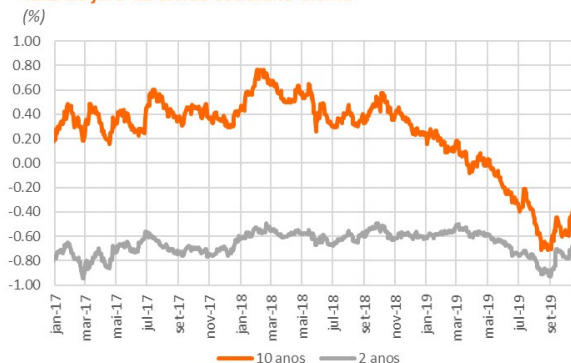
Perspetivas do BCE a médio prazo

- O BCE alterou em 180 graus a orientação da sua política monetária. Se há alguns meses, havia um impasse entre o final das compras de ativos líquidos (implementado em dezembro de 2018) e o desejo de fazer o primeiro aumento da taxa (sinalizado até ao final de 2019), a moderação da atividade e a intensificação e persistência de riscos (por exemplo, tensões geopolíticas, vulnerabilidades nas economias emergentes ou turbulência financeira) levaram-no a dar uma volta de 180 graus na sua política.
- **Em setembro passado, o BCE lançou um novo programa de estímulo:**
 - Corte da taxa de juro da facilidade de depósito em 10 p. b., para -0,50%. No entanto, implementará um sistema de classificação por níveis² com o qual apenas parte do excesso de liquidez depositada no BCE será tributada à taxa de depósito (para o restante, a taxa de juro será 0%).
 - Anunciou novas compras líquidas de ativos num montante mensal de 20.000 milhões de euros, com uma composição semelhante à do passado (ou seja, com um papel de destaque da dívida pública e, em menor grau, na dívida corporativa). Estas terão início em novembro.
 - O BCE espera que as taxas permaneçam nos níveis atuais (ou mais baixos) até que a inflação dê sinais convincentes de convergência para a meta, enquanto espera que as compras líquidas não terminem até "pouco antes" do primeiro aumento da taxa.
 - Melhorou a atratividade das operações de injeção de liquidez no sistema financeiro (o chamado TLTRO-III). Terão prazo de vencimento de 3 anos e o seu custo mínimo poderá ser igual à taxa de juro da facilidade média de depósito ao longo da vida do empréstimo³.
- No entanto, **a intensidade do estímulo é menor do que no passado**, uma vez que a zona euro está num período do ciclo melhor do que em 2015 e 2016, quando o BCE reduziu agressivamente as taxas e implementou altos volumes de compras de ativos:
 1. Apesar da redução das expectativas de inflação, não houve aumento notável no risco de deflação.
 2. O hiato produtivo é praticamente nulo. Além disso, a robustez do setor dos serviços e do mercado de trabalho são uma boa almofada para conter a fragilidade do setor manufatureiro.
 3. O desemprego caiu para os níveis de 2006 e os salários mostram mais dinamismo e sustentam uma convergência (muito gradual) em direção à meta de inflação.
- Mesmo que o estímulo seja menor, **prolongará o ambiente de baixas taxas de juro por um longo período**, uma vez que o ajuste da política monetária é um processo gradual.

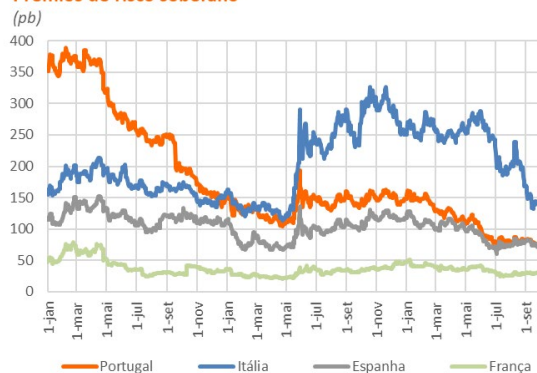
² A classificação foi projetada para mitigar os efeitos adversos que as taxas de juros negativas podem ter. Para mais detalhes, consulte as notas breves de [9 de abril](#) e de [3 de junho](#) de 2019.

³ Mais detalhes e avaliação do TLTRO-III na nota breve de [7 de junho](#) de 2019.

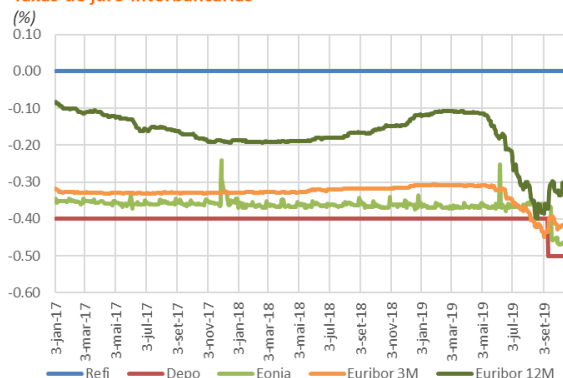
Indicadores de condições financeiras

Taxa de juro da dívida soberana alemã


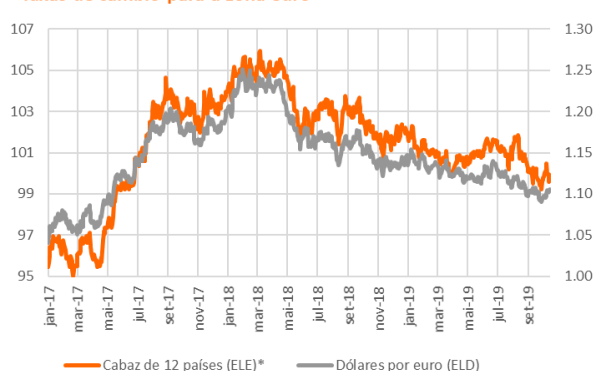
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Prémios de risco soberano


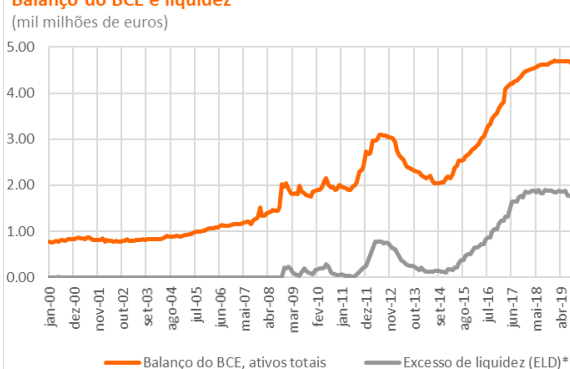
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Taxas de juro interbancárias


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

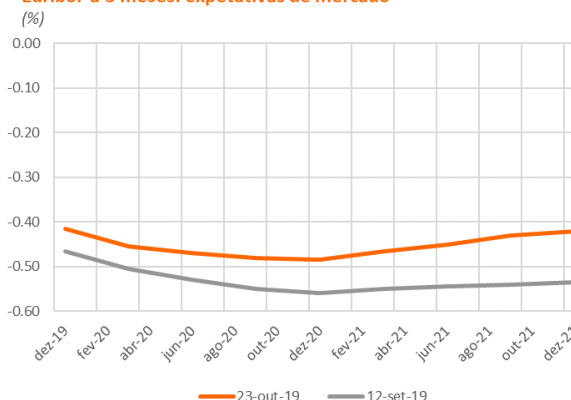
Taxas de câmbio para a zona euro


Nota: *Taxa de câmbio nominal efetivo respeitante a 12 divisas (100 = 1T 1999).
 Fonte: BPI Research, a partir de dados da BCE.

Balanço do BCE e liquidez


Nota: *Depósitos na facilidade de depósito mais reservas excedentes menos uso da facilidade de crédito marginal.

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

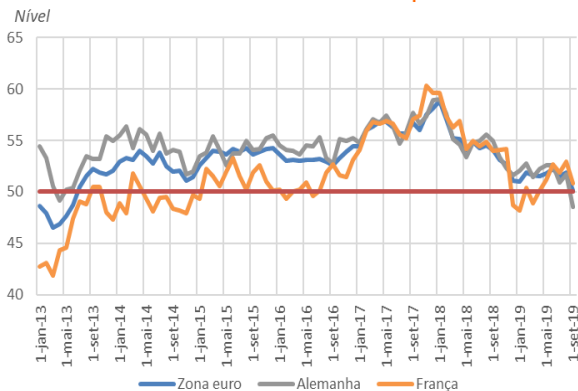
Euribor a 3 meses: expetativas de mercado*


Nota: *Futuros da euribor a 3 meses

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

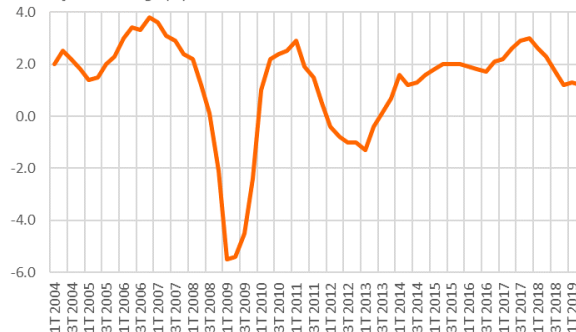
Indicadores de condições económicas

Zona euro: indicador de atividade do PMI composto



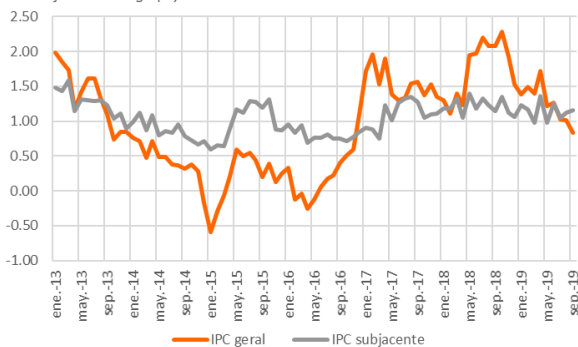
Zona euro: PIB

Variação homóloga (%)



Zona euro: IPC harmonizado

Variação homóloga (%)



Expectativas inflacionistas do mercado para a zona euro

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



Zona euro: previsões

Variação anual (%)

	Previsões BCE				Previsões BPI Research		
	2018	2019	2020	2021	2019	2020	2021
PIB	1.9	1.1	1.2	1.4	1.0	1.1	1.3
IPCH	1.8	1.2	1.0	1.5	1.1	1.2	1.7
IPCH sem energia e alimentos	1.2	1.1	1.2	1.5	1.1	1.3	1.7

Fonte: BPI Research e projeções de setembro de 2019 do BCE.

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.