

Nota Breve 13/07/2020

Mercados financeiros: Graças a um bom desempenho, o BCE respira e dá a si próprio algum tempo

Reunião de 16 de julho de 2020: o que esperamos

- Após uma reação rápida e agressiva à COVID-19 (detalhes na secção "Política monetária do BCE: situação e medidas contra a COVID-19"), **o BCE estabilizou o ambiente financeiro e ancorou-o numa base acomodatória para proteger a economia e apoiar a sua recuperação. Além disso, com as últimas decisões em Junho (quando quase duplicou o poder do PEPP),¹ o BCE ganhou tempo para melhor diagnosticar o estado da economia, num ambiente extraordinariamente incerto, antes de tomar novas decisões.**
- Assim, **não esperamos qualquer outra ação na reunião da próxima quinta-feira, 16 de julho.** Mesmo assim, a situação é ainda muito exigente e particularmente incerta em termos da evolução da pandemia e dos danos económicos persistentes que esta pode causar ao tecido produtivo e à procura.
- Nos próximos trimestres, com a perspetiva de uma recuperação gradual da economia (e incompleta sem uma vacina ou tratamento eficaz para a COVID-19), **o BCE terá muito provavelmente de se preparar para um prolongamento do estímulo monetário**, possivelmente com uma nova extensão das compras de ativos e outras medidas para continuar a assegurar uma liquidez abundante.

Condições económicas e financeiras recentes

- **Após o colapso da atividade nos últimos meses, a COVID-19 e a incerteza continuarão a condicionar a recuperação da economia:**
 - Os indicadores sugerem que haverá um colapso histórico do PIB no segundo trimestre de 2020 (as próprias projeções do BCE apontam para -13% em cadeia, o que significaria um declínio de cerca de 20% em relação ao ano anterior). Por exemplo, em abril, a produção industrial da zona euro caiu 28% homólogo, enquanto as vendas a retalho caíram quase 20%.
 - Ao longo de maio e junho, a desconfinação tem-se refletido numa recuperação dos indicadores, mas estes ainda estão abaixo dos níveis pré-coronavírus. Espera-se que mantenham uma recuperação gradual, que deverá continuar no segundo semestre do ano e especialmente em 2021. No entanto, a evolução da pandemia é o principal determinante do cenário e, sem uma vacina ou tratamento eficaz, a atividade económica continuará a ser condicionada por medidas de distanciamento físico. Assim, os cenários considerados pelo BCE preveem uma contração do PIB em 2020 entre 8,7% e 12,6%, enquanto que as nossas próprias previsões apontam para uma queda de cerca de 10%. Apesar de ter projetado uma recuperação em 2021, é pouco provável que a zona euro recupere os níveis de atividade pré-COVID antes de 2023.
 - Além disso, existe muita incerteza quanto à extensão da perturbação das cadeias de produção, ao impacto de condições financeiras mais restritivas e ao impacto de efeitos de segunda ordem na confiança e nos padrões de consumo. Neste sentido, já no primeiro trimestre de 2020 houve um aumento das poupanças das famílias europeias para um máximo histórico de 16,9%. Embora reflita, em parte, as poupanças feitas durante o confinamento, tudo indica que as poupanças por razões de precaução permanecerão elevadas nos próximos trimestres e pesarão sobre a recuperação da procura.
- **A inflação está a enfraquecer e continuará a ser dificultada por uma recuperação incompleta da procura.** A inflação de base abrandou de 1,1% no início do ano para 0,8% em junho, enquanto a inflação global foi ainda mais penalizada pelos preços mais baixos do petróleo, caindo de 1,4% para 0,3%. A médio prazo, as implicações da COVID-19 são mais incertas: o fenómeno também afeta o abastecimento e as ruturas na cadeia de abastecimento podem fazer subir os preços. Contudo, os investidores estão a

¹ Ver "[Mercados financeiros: O BCE reforça-se para fazer face à COVID-19](#)" de 4 de Junho

apostar numa forte persistência de pressões desinflationistas (como se mostra no anexo, a sua expectativa de inflação a longo prazo é ligeiramente superior a 1%).

- **A política económica deve ser ambiciosa, proteger o tecido produtivo e promover uma recuperação rápida e sincronizada.** Na Europa, isto só será possível com uma resposta coordenada entre países e políticas. Se for adotado nas próximas semanas, o plano de recuperação proposto pela Comissão Europeia² será um passo importante nessa direção.
- **O ambiente financeiro é exigente, mas os preços estão a recuperar gradualmente.**
 - Desde a última reunião do BCE (4 de junho), o sentimento do investidor tem permanecido cautelosamente otimista. As bolsas europeias acumularam ligeiros ganhos (Eurostoxx 50 +0,4%), mas ainda estão entre 5% e 20% abaixo dos níveis do início do ano, e o euro reforçou-se para \$1,13, enquanto os prémios de risco soberano continuaram a cair, as taxas de juro interbancárias caíram para níveis pré-pandémicos (tinham sido pressionadas pela instabilidade financeira) e os preços refletem a expectativa implícita de um longo período de taxas de juro baixas.
 - Esta melhoria no sentimento foi apoiada tanto pela recuperação dos indicadores como pelo desempenho do BCE (até à data, este ano, comprou ativos no valor de quase 550 mil milhões de euros, 4,6% do PIB nominal, e o seu último leilão de liquidez de longo prazo, o TLTRO, registou uma procura recorde de 1,3 biliões de euros brutos e 550 mil milhões de euros líquidos). Além disso, o sentimento também tem sido apoiado pelas expectativas do apoio europeu (fiscal e monetário) e pelo abrandamento das tensões entre o BCE e o Tribunal Constitucional alemão³.

Perspetivas do BCE a médio prazo

- **O ambiente de baixas taxas de juro irá continuar por um longo período:**
 - Os programas de estímulo lançados nos últimos meses (detalhes na secção "Política monetária do BCE: situação e medidas contra a COVID-19") cimentaram a expectativa de um longo período de taxas de juro baixas.
 - A normalização da atividade após o impacto da COVID-19 será gradual.
 - Manter condições financeiras acomodáticas será fundamental para evitar que as fragilidades nos balanços das empresas, famílias e governos comprometam a recuperação.
 - As medidas implementadas são de grande alcance e têm um forte impacto nos mercados financeiros. Assim, quando o cenário melhorar, a sua retirada terá de ser um processo muito gradual.
- **Esperamos que as taxas de juro de referência se mantenham nos mínimos históricos atuais ao longo do nosso horizonte de projeção (2020-2022).** Apesar da predominância de riscos descendentes, as taxas do BCE já estão muito próximas do chamado "nível de inversão" (o nível a que a sua redução teria um efeito contracionista na economia) e, portanto, não esperamos mais cortes.
- **O BCE continuará a comprar ativos no resto do ano e ao longo de 2021,** a fim de ancorar o ambiente financeiro no terreno acomodático que será necessário para uma recuperação da atividade e da inflação. O PEPP é o grande instrumento para combater a crise da COVID-19 (daí o seu elevado montante e flexibilidade, com o qual pode concentrar a sua ação em períodos e/ou mercados que sofrem de stress financeiro), mas por esta mesma razão é um instrumento extraordinário e temporário (como o próprio BCE salienta). Quando o ambiente económico e financeiro tiver estabilizado, a incerteza tiver diminuído e a recuperação económica começar a instalar-se, é de esperar que o BCE desative o PEPP e a PPP (o programa de compras anunciado em janeiro de 2015) volte a ganhar proeminência como instrumento de sustentação de um ambiente financeiro acomodático.

² Detalhes em "[A Comissão Europeia propõe um Plano de Relançamento da economia Europeia](#)".

³ O Parlamento e o Governo alemães foram convencidos pela documentação fornecida pelo BCE a demonstrar que as suas decisões contêm sempre uma análise dos custos e benefícios e da proporcionalidade das medidas. Para além disso, o presidente alemão delegou ao Bundesbank a decisão de avaliar se estas análises são satisfatórias. Assim, parece que o Bundesbank continuará a participar no programa de compra de obrigações do Tesouro do BCE para além de 5 de agosto.

- Além disso, o **BCE compromete-se a reinvestir durante um longo período de tempo o capital dos ativos adquiridos** ao abrigo do PEPP (pelo menos até ao final de 2022) e da PPP (para além do primeiro aumento da taxa) que atingem a maturidade.

Política monetária do BCE: estatuto e ações contra a COVID-19

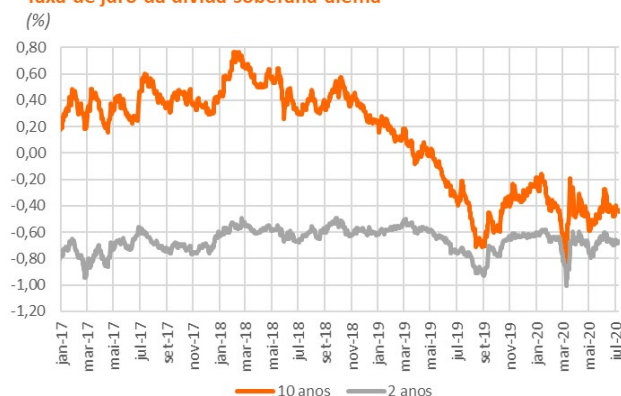
- O BCE pôs em prática um forte conjunto de medidas para aliviar o stress financeiro, assegurar liquidez abundante e acesso favorável ao crédito, e ancorar um ambiente de taxas de juro baixas para cobrir a ação da política fiscal.
- A taxa de juro da facilidade de depósito é de -0,50%. No entanto, é implementado um sistema de níveis em que apenas o excesso de liquidez depositado no BCE acima de 6 vezes a reserva mínima exigida é tributado à taxa de depósito (para o resto, a taxa de juro é de 0%). A taxa de *refi* é de 0,00% e a taxa de cedência é de 0,25%.
- Na atual configuração da sua política monetária, em 2020 o BCE fará aquisições líquidas de ativos no valor entre 1,1 e 1,7 biliões de euros (9%-14% do PIB nominal da zona euro) com dois programas:
 - APP (o programa de compras anunciado em janeiro de 2015). Desde novembro de 2019, as compras líquidas de ativos têm sido feitas a uma taxa mensal de 20 mil milhões de euros, com uma composição semelhante à do passado (ou seja, com um papel proeminente para a dívida pública e, em menor medida, para a dívida empresarial). Além disso, a 12 de março foi anunciada uma dotação adicional para compras de 120 mil milhões de euros a ser distribuída de forma flexível até ao final do ano e a 18 de março o BCE alargou os ativos elegíveis no âmbito de compras de dívida empresarial com papel comercial não financeiro (notas promissórias) de prazos mais curtos (reduziu o prazo mínimo de vencimento de 6 meses para 28 dias).
 - PEPP (programa de compra de emergência sanitária anunciado a 18 de março de 2020). Com um volume total de compra de 1,35 biliões de euros a ser distribuído, até meados de 2021, de forma flexível entre os mesmos tipos de bens no PEPP. As compras de dívida pública não estão sujeitas ao limite máximo de 33% por emissor e são permitidos desvios temporários em relação à *key-capital*. No final do programa, o total das compras efetuadas deverá corresponder à *key-capital*, mas as mensagens dos membros do BCE sugerem que grande parte do ajustamento para a *key-capital* será feito com reinvestimentos, que estão planeados pelo menos até ao final de 2022 (ou seja, provavelmente numa segunda fase em que, com a recuperação mais no bom caminho, o BCE completará as compras líquidas do PEPP, mas manterá os reinvestimentos por mais alguns trimestres).
- O BCE espera que as taxas se mantenham nos seus níveis atuais (ou inferiores) até que a inflação dê sinais convincentes de convergência para o objetivo, enquanto espera que as aquisições líquidas pela APA sejam concluídas apenas "pouco antes" do primeiro aumento da taxa.
- As operações de cedência de liquidez ao sistema financeiro aumentaram em dimensão e atratividade:
 - As chamadas TLTRO-IIIs têm um prazo de vencimento de 3 anos (as últimas expiram em março de 2024) e, a partir de junho de 2020, o crédito máximo a ser solicitado aumenta para 50% da carteira elegível e o seu custo mínimo pode ser 50 p.b. abaixo da taxa de juro da facilidade de depósito entre junho de 2020 e junho de 2021 (e, posteriormente, ser igual à taxa média da facilidade de depósito para o resto da vida do empréstimo).
 - Além disso, o BCE aumentou o número de injeções de liquidez nos prazos curtos (lançou LTROs semanais com vencimento em junho de 2020, funcionando como ponte para o próximo leilão TLTRO-III) e lançou outro programa de injeções contra a pandemia (os chamados PELTROs, com um custo de -0,25%, colocação total e com vencimento no terceiro trimestre de 2021 que, embora menos atraentes do que os TLTRO-IIIs, oferecem uma almofada para as instituições que têm dificuldades em aceder ao financiamento TLTRO).
- O BCE flexibilizou vários requisitos regulamentares e de garantias para apoiar o funcionamento do sistema financeiro num ambiente mais exigente:
 - Flexibilização temporária dos requisitos de garantias para operações de refinanciamento, a fim de facilitar o acesso a estas injeções de liquidez. Inclui ativos da dívida empresarial, empréstimos com garantias públicas, requisitos de dimensão mínima são eliminados e os *hair cut* são reduzidos em 20%.

Além disso, relaxa os critérios para incluir os ativos da dívida soberana grega e os chamados "anjos caídos" (os ativos de grau de investimento a partir de 7 de abril de 2020 continuarão a ser elegíveis mesmo que sofram uma degradação da notação de crédito - desde que a notação de crédito não seja pior que BB).

- Os requisitos sobre amortecedores de capital (Pilar 2 Orientação e amortecedor de conservação de capital) são também relaxados e é permitido operar temporariamente abaixo do requisito de LCR (Liquidity Coverage Ratio - Índice de Cobertura de Liquidez). Além disso, permite a utilização de instrumentos AT1 e AT2 para satisfazer os requisitos do Pilar 2.
- Insta as autoridades macro prudenciais nacionais a relaxarem os amortecedores contra cíclicos.
- Além disso, o BCE e os outros grandes bancos centrais implementaram linhas de *swap* cambial para assegurar liquidez em dólares e euros a nível internacional.
- Finalmente, o BCE reiterou que está preparado para aumentar o estímulo se necessário e a sua comunicação deixou claro que não tolerará riscos de fragmentação financeira que possam comprometer uma transmissão sem problemas da política monetária a todas as economias da zona euro.

Indicadores de condições financeiras

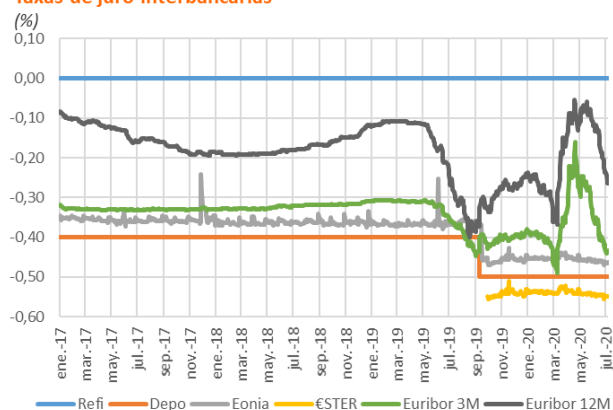
Taxa de juro da dívida soberana alemã



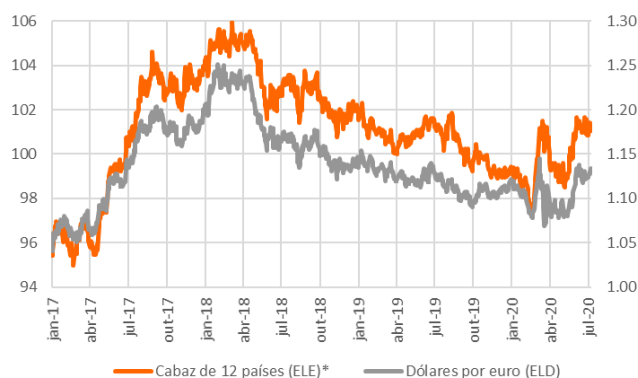
Prémios de risco soberano



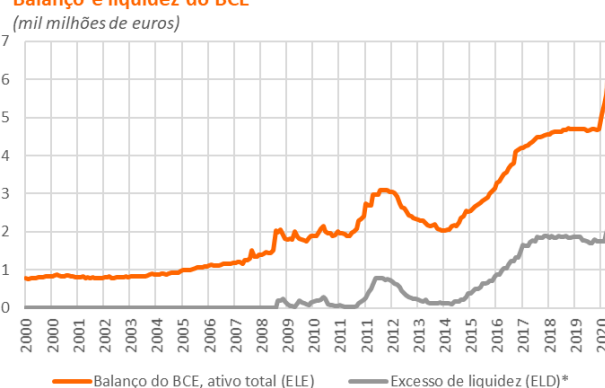
Taxas de juro interbancárias



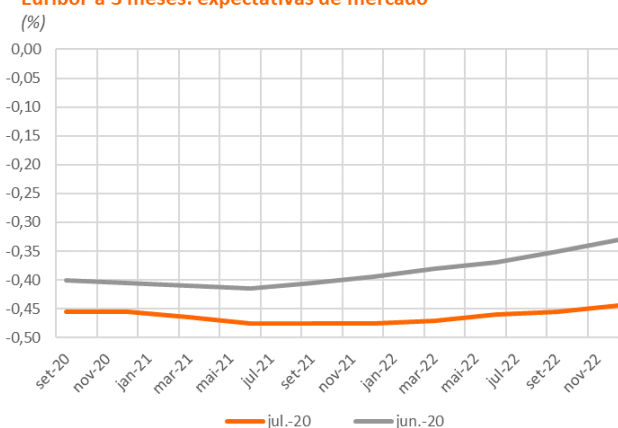
Taxas de cambio para a eurozona



Balanço e liquidez do BCE

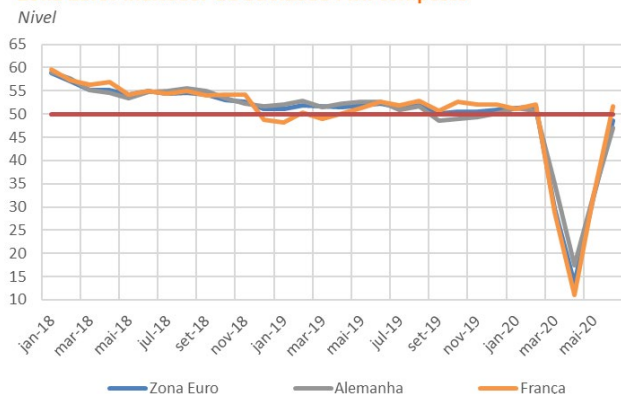


Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*



Indicadores de condições económicas

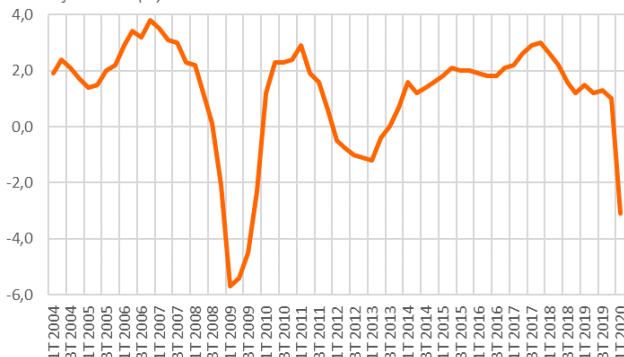
Zona Euro: Indicador de atividade PMI composto



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

Zona Euro: PIB

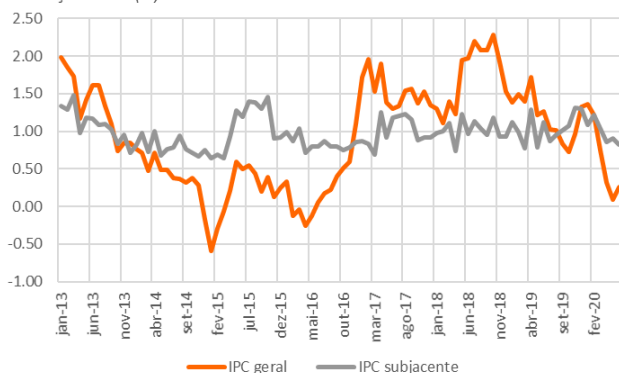
Variação anual (%)



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

Zona Euro: IPC harmonizado

Variação anual (%)



Fonte: BPI Research, a partir de dados da 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.

BPI Research, 2020

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.