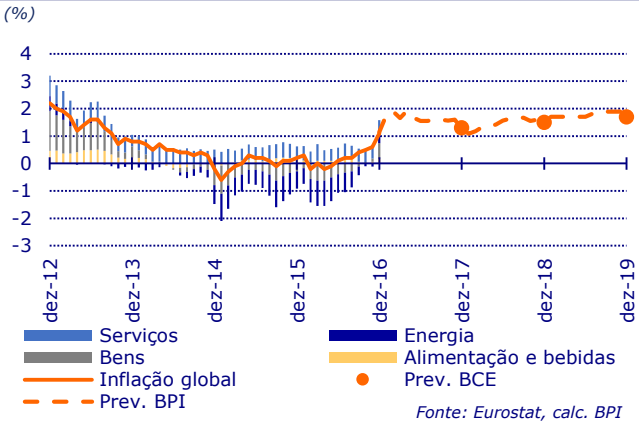
O BCE e os custos de financiamento de Portugal

▫ A discussão em torno da retirada dos estímulos monetários na zona euro deverá acentuar-se ao longo do ano, dependendo da robustez da economia e do comportamento da inflação. Esta última deverá acelerar de forma considerável na primeira metade do ano reforçando a adopção de posturas mais agressivas por parte dos membros do comité de política monetária do BCE menos favoráveis ao prolongamento deste tipo de estímulos. Em tal cenário, a pressão sobre os custos de financiamento nos países com maiores níveis de endividamento tenderá a agravar-se.

Sabine Lautenschläger, membro da comissão executiva do BCE, afirmou recentemente que as pré-condições para uma subida estável da taxa de inflação existem na zona euro, estando, por isso, optimista quanto à possibilidade de, em breve, o BCE considerar a estratégia de saída do programa de compra de activos. Uns dias antes, Mario Draghi, Presidente do BCE, após a reunião de política monetária de Janeiro afirmou que, para que o BCE considere que estão reunidas as condições de subida dos preços de forma sustentada, o aumento da inflação deverá ser sustentável em todos os países da zona euro e não apenas em alguns e que a tendência de subida de preços deverá ser evidente nas diversas classes de bens que constituem o índice harmonizado de preços no consumidor na zona euro.

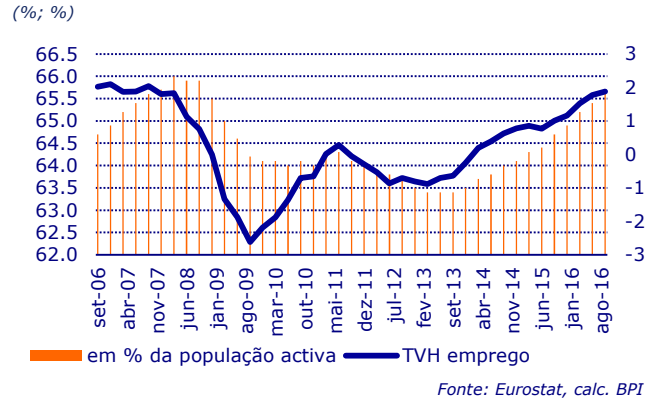
A divergência no teor das declarações referidas evidencia o potencial aumento das tensões entre os membros do Banco Central Europeu, antecipando-se um eventual agravamento das mesmas nos meses mais próximos. Esta perspectiva assenta no facto de a economia estar a apresentar maior resiliência do que o esperado e por ser previsível uma aceleração mais acentuada do ritmo dos preços nos primeiros meses do ano, reflectindo o aumento do preço do petróleo (o FMI estima que em 2017, o preço desta *commodity* estará, em termos médios, cerca de 20% acima do nível de 2016). Com efeito, a média das previsões dos economistas publicadas pela Bloomberg aponta para que a inflação se situe próximo de 2% nos três primeiros trimestres de 2017, níveis idênticos aos previstos pelo BPI, ou seja consideravelmente acima dos níveis observados ao longo de 2016. Contudo, as previsões do BCE para o triénio 2017-19 indicam que o ritmo de crescimento dos preços manter-se-á moderado; e as expectativas para a evolução da inflação subjacente, que exclui o comportamento dos preços dos bens mais voláteis, nomeadamente os energéticos, apontam para que esta se mantenha abaixo de 1.5% ao longo do ano, evidenciando ainda a debilidade dos factores que tipicamente causam efeitos de segunda ordem nos preços, nomeadamente a evolução dos salários em praticamente todos os países do euro. Excepção, provavelmente para a Alemanha, onde em 2017 foram negociados aumentos salariais de 2.4% no sector público, sendo que o ponto de partida para as negociações para 2018 começa em 6% (o mesmo ponto de partida das negociações salariais para este ano), factor potencialmente gerador de efeitos de segunda ordem no comportamento da taxa de inflação naquele país.

Taxa de inflação na zona euro, contributos e previsões



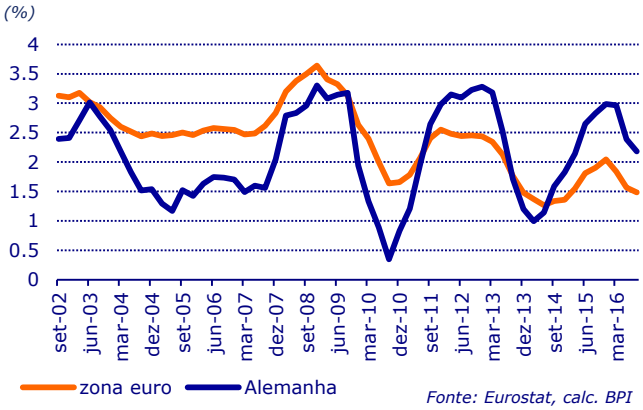
Fonte: Eurostat, calc. BPI

Evolução do emprego na zona euro



Fonte: Eurostat, calc. BPI

Variação média anual dos salários



Fonte: Eurostat, calc. BPI

Para além do aumento dos preços dos bens energéticos, também a permanência da moeda única mais fraca ou eventuais movimentos de depreciação, tenderão a pressionar em alta os preços dos bens importados, favorecendo a aceleração da inflação. Em tal cenário, os membros do BCE menos favoráveis ao arrastamento das medidas de política monetária

TEMAS EM DESTAQUE

O BCE E OS CUSTOS DE FINANCIAMENTO DE PORTUGAL (cont.)

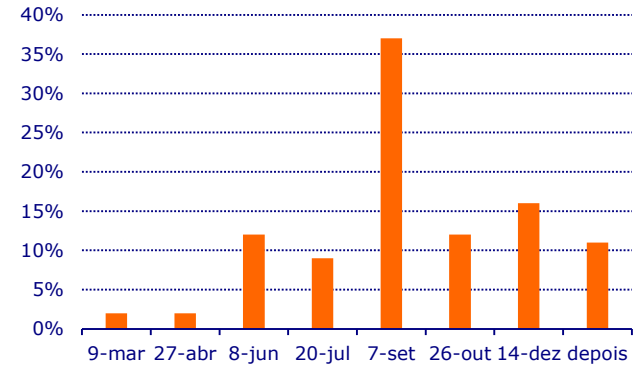
não convencionais poderão exercer maior pressão no sentido da sua retirada ou diminuição. A consolidação dos sinais de resiliência do crescimento na zona euro servirá também para reforçar a discussão em torno da necessidade de redução dos estímulos monetários.

Para além de uma postura mais prudente quanto ao comportamento dos preços, sobretudo no que respeita à evidência da existência de sinais claros de que a subida de preços abrange um leque alargado de bens e serviços, também factores relacionados com o calendário político na zona euro apontam para que o BCE prefira manter inalterada a sua política, pelo menos até Setembro, na medida em que alguns destes eventos poderão gerar comportamentos mais cautelosos por parte dos investidores, criando situações de tensão em alguns dos activos com maior risco. Deste calendário, destacam-se eleições gerais em Março na Holanda, presidenciais e legislativas em Maio e Junho, respectivamente, em França e, finalmente federais em Setembro na Alemanha.

Os factores acima referidos estão patentes nas expectativas dos analistas financeiros que participam nos inquéritos realizados pela Bloomberg. De facto, no inquérito de Janeiro, a maioria dos analistas espera que o BCE anuncie alterações aos instrumentos de política monetária na reunião de Setembro, antecipando também a maioria dos participantes que o BCE decidirá reduzir o montante das compras mensais ao abrigo do Programa de Compra de Activos, possivelmente a partir de Setembro de 2017, atribuindo maior probabilidade a que o programa termine em Outubro de 2018.

Probabilidade atribuida ao anúncio de alterações na política monetária em 2017 ou posteriormente

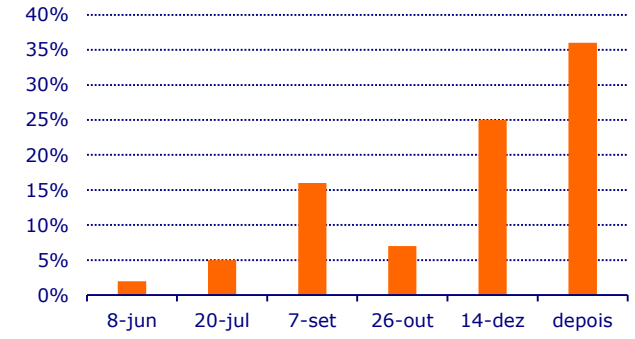
(% de participantes na sondagem)



Fonte: Bloomberg

Probabilidade atribuida ao início das alterações na política monetária em 2017 ou posteriormente

(% de participantes na sondagem)



Fonte: Bloomberg

Decisão a anunciar na revisão do programa de compra de activos

(% de participantes na sondagem)

Fonte: Bloomberg

Consequências para Portugal

Este cenário de maior expectativa de que estaremos em contagem decrescente para o início da retirada dos estímulos monetários, tem vindo reflectir-se no aumento das *yields* dos países da periferia e, muito provavelmente, tenderá a alimentar as preocupações dos investidores quanto à sustentabilidade da dívida pública nestes países. Entre estes, encontra-se Portugal, cujo rácio de dívida pública em percentagem do PIB se encontra entre os mais elevados da zona euro. Adicionalmente, o receio de redução do montante de dívida disponível elegível para participar no programa do BCE e a avaliação do risco por parte da DBRS em Abril serão factores que poderão pressionar em alta as *yields* da dívida pública portuguesa. Contudo, na ausência de factores potencialmente disruptores, esta pressão poderá revelar-se relativamente contida, sobretudo se os dados do crescimento económico confirmarem alguma robustez e a execução orçamental evoluir em linha com os objectivos.

O BCE e os custos de financiamento de Portugal (cont.)

Até Dezembro, o BCE comprou 24.6 mil milhões de euros (mme) de dívida pública portuguesa, ou seja cerca de 2/3 do limite de 33% constituído pelo BCE. Mas considerando o programa de financiamento para 2017 – Portugal espera emitir 15 mme de dívida de médio e longo prazo, dos quais 3 mme já o foram – verifica-se que durante 2017, Portugal ainda disporá de aproximadamente 30-40% de dívida elegível disponível para participar no programa, dependendo do montante de títulos elegíveis que o BCE ainda detém ao abrigo do anterior programa SMP. **Admitindo que o BCE detém, ao abrigo daquele programa, 4 mme de dívida pública elegível e considerando a estimativa para a emissão de dívida de médio e longo prazo, é razoável considerar que ao longo de 2017 Portugal disporá de praticamente 12 mme para serem adquiridos pelo banco central.** Este montante permitirá ao BCE manter o montante mensal das compras muito próximo da média das compras desde o início do programa. Todavia, parece mais razoável considerar que as aquisições mensais sejam reduzidas para níveis mais próximos dos de Dezembro, ie 0.7 mil milhões de euros, de forma a não esgotar o montante de dívida elegível antes do final do programa, ou ter que reduzir o montante das compras de forma muito abrupta em 2018, quando se espera o início do *tapering*. Com efeito, se o BCE optasse por comprar em 2017 um montante equivalente às emissões de OT's previstas, muito possivelmente teria de reduzir de forma mais acentuada o montante de compras em 2018, pois nessa altura a dívida portuguesa elegível estaria praticamente limitada a 1/3 das novas emissões, o que provavelmente se reflectiria numa subida mais acentuada das *yields* da dívida portuguesa. **Por isso consideramos mais provável que ao longo de 2017, o montante médio mensal das compras de dívida pelo BCE se situe próximo de 0.7 mme**.

Estimativa de termo de dívida pública portuguesa elegível disponível para o Programa de compra de dívida pública do BCE

Mil Milhões de Euros

			Actual	Inclui emissões de Ots planeadas em 2017[1)]
Dívida elegível			110.1	122.1
Limites das compras do BCE				
33% da dívida elegível			36.3	40.3
Capital key rebaseada (2.5%)			43.7	43.7
Dívida pública portuguesa no balanço do BCE				
Compras ao abrigo do PPSP			24.6	24.6
Compras ao abrigo do SMP (dados de Dezembro 2015)			12.4	12.4
Hipóteses:				
Títulos detídos ao abrigo do SMP elegíveis para o PPSP			4.0	4.0
Montante disponível para o PPSP			7.7	11.7
Termo da disponibilidade de títulos elegíveis para participação nop PPSP				
Se compras idênticas às de Dezembro	0.7	nov-17		mai-18
Se compras idênticas à media mensal desde o início do programa	1.1	jul-17		nov-17

Fonte: Banco de Portugal, Bloomberg, BCE, IGCP, calc. BPI.
Nota: [1)] montante de Ots considerada na apresentação a investidores de Janeiro 2017 do IGCP: 15 mme, dos quais 3 já foram emitidos e faz parte do montante actualmente elegível.