

Nota Breve 29/05/2020

Mercados financeiros · BCE preparado para mais apoio à recuperação económica

Reunião de 4 de junho de 2020: o que esperamos

- **O BCE reagiu de forma rápida e agressiva para combater o impacto económico da COVID-19** (detalhes na secção "Política monetária do BCE: situação e ações recentes"), mas o cenário é muito exigente e a **magnitude da recessão pode diminuir o que foi inicialmente uma resposta vigorosa da política monetária**.
- **Esperamos que o BCE intensifique o estímulo**, e a reunião de 4 de junho é uma boa oportunidade para o fazer, aproveitando a atualização do quadro de previsões económicas (o BCE poderá apontar para uma queda do PIB de mais de 10% em 2020). De facto, as próprias declarações de vários membros do BCE sugerem que serão anunciados novos estímulos para assegurar que a política monetária esteja em conformidade com os requisitos do cenário.
- **Esperamos uma expansão do programa de aquisição de dívida, de emergência COVID-19** (o PEPP, com uma dotação atual de 750,000 milhões de euros), tanto em termos de quantidade (500,000 milhões de euros adicionais) como duração (está atualmente previsto que termine no final de 2020 e, por enquanto, não prevê que o BCE reinvesta os vencimentos). Por outro lado, não se preveem cortes nas taxas: estas já se encontram em mínimos históricos e não são o instrumento mais eficaz contra a COVID-19.
- **O BCE tem outras opções** (poderia expandir o seu outro programa de compra, o APP, e/ou alargar a gama de ativos que compra), mas para as aplicar deveria flexibilizar restrições como o limite de não adquirir mais de 33% de uma única emissão ou emitente (que se aplica ao APP mas não ao PEPP), o que **poderia levantar dúvidas na sequência do acórdão do Tribunal Constitucional alemão (TC)**.
- De forma direta, **a decisão não deve afetar a capacidade de estímulo do BCE** (não envolve o principal programa de estímulo, o PEPP, e a "proporcionalidade" do programa exigido pelo TC pode ser facilmente explicada para que o Bundesbank continue a participar no mesmo), **mas pode acabar por condicionar a ação futura do BCE**: os juízes sublinharam que as restrições aos programas (autoimpostas pelo BCE)¹ foram fundamentais na hora de evitar uma sentença mais severa.

Condições económicas e financeiras recentes

- **A COVID-19 está a mergulhar o mundo e a zona euro na pior recessão mundial desde a Grande Depressão**:
 - Embora o PIB do 1T só tenha sido afetado pela COVID-19 nas últimas semanas, as contrações registadas (-3.8% em termos trimestrais na Zona Euro e em Portugal, -5.2% em Espanha, -5.8% em França, -4.7% em Itália e -2.2% na Alemanha) **sugerem que as restrições à atividade resultaram numa queda da produção nas principais economias entre 20% e 30% no final de março**.
 - As restrições permaneceram severas em abril, enquanto que, de mãos dadas com a contenção das infeções e o início do desconfinamento da população na Zona Euro, **em maio se assistiu a uma recuperação incipiente dos indicadores de alta frequência** (por exemplo, consumo de eletricidade, pagamentos com cartão de crédito e débito, taxas de mobilidade baseadas na geolocalização dos telemóveis) e do sentimento (ver gráficos em anexo). Entretanto, o consenso dos analistas projeta uma queda no PIB de pouco mais de -10% em relação ao trimestre anterior para o 2T como um todo.
 - **Esta recuperação gradual deverá continuar no segundo semestre do ano e, especialmente, em 2021. No entanto, o risco de um cenário mais negativo é significativo e há muita incerteza sobre a evolução da pandemia e possível ressurgimento, a intensidade das medidas de contenção necessárias, a extensão da rutura das cadeias de produção e o impacto de condições financeiras mais restritivas.**

¹ Em particular, os limites de 33% para um único emitente e emissão, a distribuição das compras de dívida pública de acordo com a contribuição de cada país para o capital do BCE, os limites pré-estabelecidos para o volume de compras e a exigência de uma qualidade mínima dos ativos elegíveis. Sem limites autoimpostos, outros bancos centrais têm conseguido agir de forma muito mais agressiva (por exemplo, a Fed faz compras em montantes ilimitados e pode adquirir ativos que perderam o seu grau de investimento).

Além disso, os efeitos de segunda ordem podem minar a confiança e levar a mudanças nos padrões de consumo.

- **A inflação caiu face à COVID-19** (de 1.4% em janeiro para 0.3% em abril) e **continuará fraca nos próximos meses**, atingida tanto pelo colapso do preço do petróleo (-50% até agora este ano), como pela debilidade da procura. A médio prazo, as implicações são incertas: o fenómeno também afeta a oferta e as perturbações na cadeia de abastecimento podem fazer subir os preços.
- **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, e o plano de recuperação proposto pela Comissão Europeia (750,000 milhões de euros + orçamento reforçado da UE 2021-2027 até 1.1 biliões) é um passo muito positivo nesta direção, tanto em termos de quantidade como de características: os 750,000 milhões de euros serão obtidos com obrigações emitidas pela própria Comissão e 66% serão distribuídos como transferências a fundo perdido (evitando stressar os rácios da dívida pública nacional).²
- **O ambiente financeiro é exigente, mas os preços estão a recuperar gradualmente.** Desde a última reunião do BCE (30 de abril), o sentimento dos investidores tem permanecido cautelosamente otimista. Os mercados bolsistas europeus acumularam ganhos de cerca de 5% no último mês (embora ainda estejam 10% a 25% abaixo dos níveis do início do ano), enquanto o desempenho do BCE (até agora este ano comprou ativos no valor de quase 350,000 milhões de euros, 3% do PIB) e a expectativa de um maior apoio europeu (fiscal e monetário) aliviaram a pressão sobre os prémios de risco soberano.

Perspetivas do BCE a médio prazo

- **O ambiente de taxas de juro baixas vai continuar por um longo período:**
 - Os programas de estímulo lançados nos últimos meses (pormenores na secção "Política monetária do BCE: evolução recente e medidas") reforçaram a expectativa de um longo período de baixas taxas de juro.
 - A normalização da atividade após o impacto da COVID-19 será gradual.
 - A manutenção de 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 permaneçam nos atuais mínimos históricos no nosso horizonte de projeção (2020-2022).** Apesar da predominância de riscos descendentes, as taxas do BCE já estão muito próximas do chamado "nível de reversão" (o nível em que reduzi-las novamente teria efeitos contracionistas na economia) e, portanto, não esperamos mais cortes.
- **É muito provável que o BCE continue a comprar ativos depois de 2020** para ancorar o ambiente financeiro no terreno acomodático que exigirá a recuperação da atividade e da inflação. A isto deve ser acrescentado o compromisso do BCE de reinvestir por um longo período de tempo (e além do primeiro aumento de taxas) o *principal* dos ativos adquiridos sob o APP que forem vencendo.

Política monetária do BCE: evolução recente e medidas

- 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 orçamental.
- A taxa de juro da facilidade de depósitos é de -0.50%. No entanto, foi implementado um sistema de níveis em que apenas o excesso de liquidez depositado no BCE superior a 6 vezes do mínimo de reservas obrigatórias, é tributado à taxa de depósito (para o resto, a taxa de juro é 0%). Por sua vez, a taxa *refi* é de 0.00% e a taxa da facilidade permanente de cedência de liquidez é de 0.25%.

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

- Na configuração atual da política monetária, em 2020, o BCE realizará compras líquidas de ativos no valor de cerca de 1.1 biliões de euros (9.3% do PIB nominal da área do euro) com dois programas:
 - O APP (o programa de compras anunciado em janeiro de 2015). Desde novembro de 2019, as compras líquidas de ativos têm sido efetuadas a um ritmo mensal de 20.000 milhões de euros, com uma composição semelhante à do passado (ou seja, com um papel de destaque para a dívida pública e, em menor grau, para a dívida empresarial). Além disso, em 12 de março, foi anunciada uma dotação adicional para compras no valor de 120.000 milhões de euros, a distribuir de forma flexível até ao final do ano, e no dia 18 alargou os ativos elegíveis no âmbito das compras de dívida empresarial com papel comercial não financeiro.
 - O PEPP (programa de compra de emergência sanitária anunciado em 18 de março de 2020). Tem um volume total de compras de 750.000 milhões de euros a ser distribuído de forma flexível entre os mesmos tipos de ativos no APP até ao final do ano. As compras de dívida pública não estão sujeitas ao limite máximo de 33% por emissor e emissão e são permitidos desvios temporários da chave de capital (embora, no final do programa, o total das compras efetuadas deva corresponder à chave de capital).
- O BCE espera que as taxas se mantenham nos níveis atuais (ou inferiores) até que a inflação dê sinais convincentes de convergência para o objetivo, enquanto espera que as compras líquidas sejam concluídas apenas "pouco antes" do primeiro aumento de taxas.
- As operações de injeção de liquidez para o sistema financeiro aumentaram em tamanho e atratividade:
 - As chamadas TLTRO-III 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 solicitar aumentará para 50% da carteira elegível e o custo mínimo poderá ser 50 p.b. abaixo da taxa de juro da facilidade de depósito entre junho de 2020 e junho de 2021 (e, posteriormente, será 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 LTRO especiais com vencimento em junho de 2020) e lançou um novo programa de injeções contra a pandemia (as chamadas PELTRO, com um custo de -0.25%, colocação total e com vencimento no 3T 2021).
- O BCE flexibilizou vários requisitos regulamentares e de garantias para apoiar o funcionamento do sistema financeiro num contexto mais exigente:
 - Flexibilização temporária dos requisitos de colateral das operações de refinanciamento. Incluem-se os ativos de dívida corporativa, os empréstimos com garantia pública, eliminam-se os requisitos de dimensão mínima e os *haircuts* são reduzidos em 20%. Além disso, relaxa os critérios para a inclusão dos ativos da dívida soberana grega e dos chamados "anjos caídos" (os ativos com grau de investimento a partir de 7 de abril de 2020 continuarão a ser elegíveis mesmo que sofram uma descida da notação de crédito, mas desde que a notação de crédito não seja pior do que BB).
 - Permitirá operar temporalmente com níveis de capital inferiores aos definidos pelo P2G (Pilar 2 Guidance), o CCB (Capital Conservation Buffer) e a LCR (Liquidity Coverage Ratio). Além disso, a indústria poderá utilizar instrumentos de capital que normalmente não se qualificam como CET1.
 - Insta as autoridades macroprudenciais nacionais a relaxarem os amortecedores contra cíclicos.
- Por último, 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 harmoniosa da política monetária a todas as economias da área do euro.

Indicadores de condição financeira

Taxa de juro da dívida soberana alemã



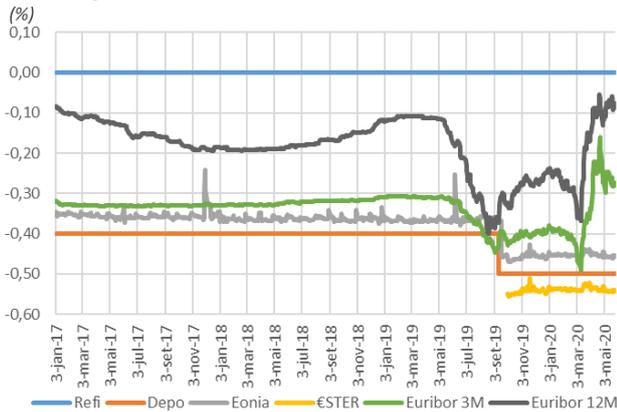
Fonte: BPI Research, a partir de dados de Bloomberg.

Prémios de risco soberano



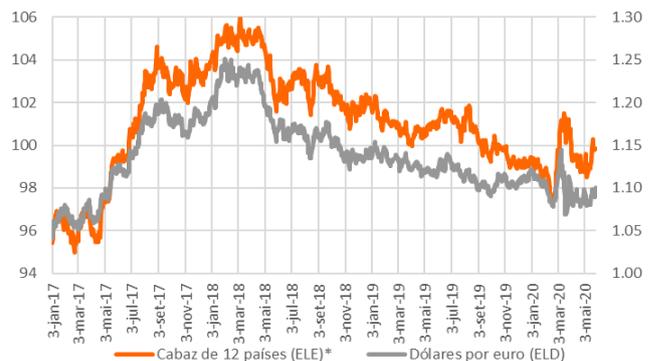
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Taxas de juros interbancárias



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

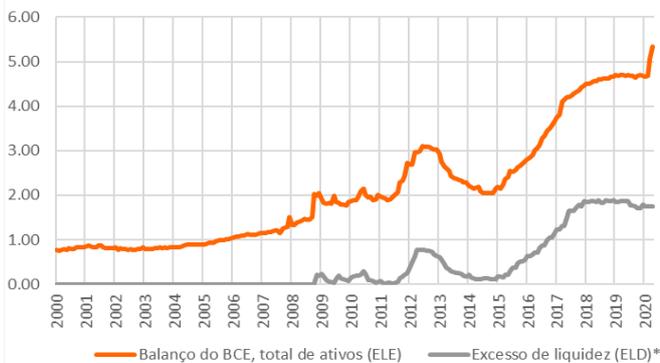
Taxas de câmbio para a Zona Euro



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

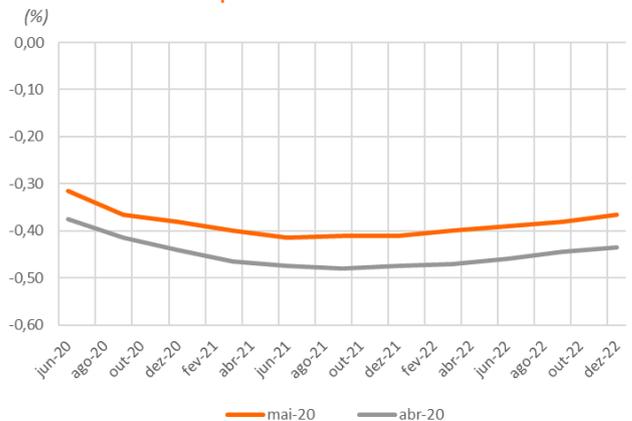
Balanço e liquidez do BCE

(bilhões de euros)



Nota: *Depósitos na facilidade permanente de depósito + reservas excedentárias - a utilização da facilidade permanente de cedência de liquidez.
Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

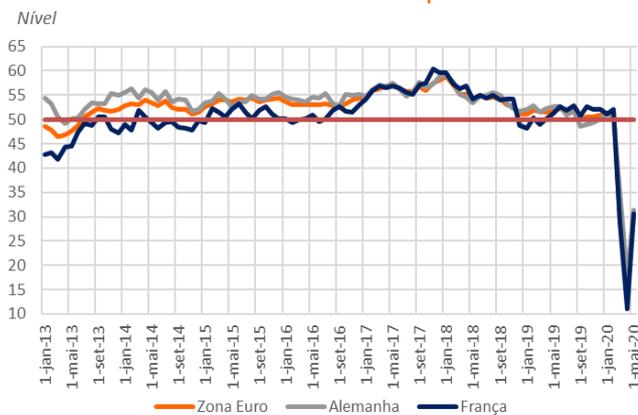
Euribor a 3 meses: expetativas de mercado*



Nota: *Futuros da euribor a 3 meses
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

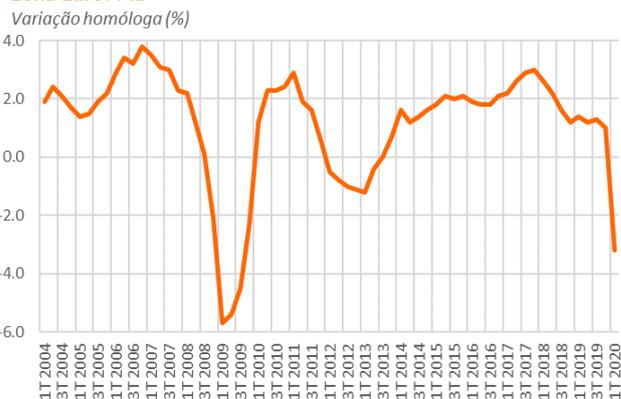
Indicadores de condições económicas

Zona Euro: Indicador de atividade PMI compósito



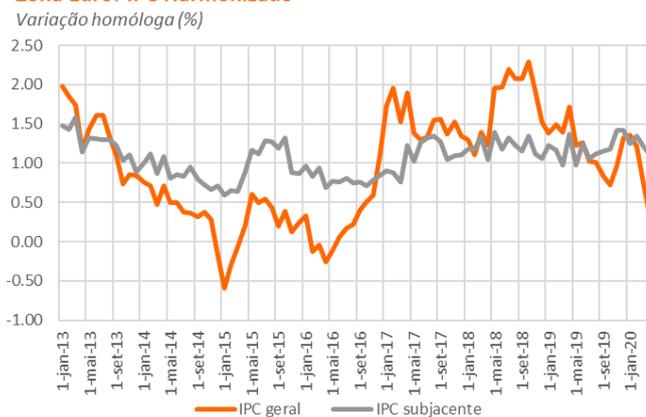
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Markit.

Zona Euro: PIB



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

Zona Euro: IPC Harmonizado



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

Expectativas de Inflação do Mercado para a Zona Euro



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.