

Nota Breve 19/07/2021

Mercados financeiros · BCE: nova estratégia, nova comunicação, o mesmo tom**Reunião de 22 de julho de 2021: o que esperamos**

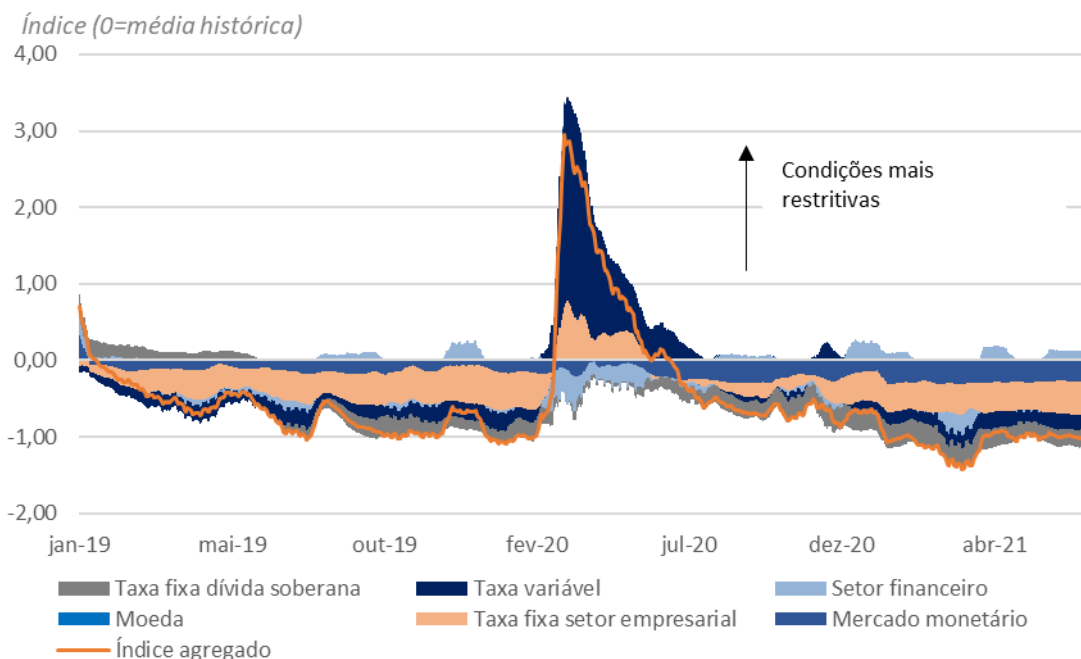
- Julho deveria ser uma reunião de transição, mas não será: **o BCE terá de adaptar os seus instrumentos de política monetária ao novo quadro estratégico** anunciado a 8 de julho. Não haverá alterações nos próprios instrumentos (taxas de juro, compras de ativos), mas esperamos notícias em termos da sua comunicação e do caminho que traçam para futuros reajustamentos na política monetária.
- A principal alteração será a futura orientação sobre as taxas de juro, que será alinhada com a nova meta de inflação (simétrica a 2% e tolerando flutuações transitórias e moderadas acima deste nível, se necessário). É possível que o BCE anuncie que não irá aumentar as taxas até que a inflação e outros indicadores (tais como a inflação subjacente, salários ou preços das casas) sejam coerentes com o novo objetivo. Este ajustamento, se ocorrer neste sentido, sugerirá que o BCE poderá manter uma política monetária acomodatória durante mais algum tempo.
- Quanto às compras de ativos, o ritmo das mesmas no âmbito do programa pandémico de emergência (PEPP) permanecerá inalterado durante o resto do trimestre, mas o BCE poderá dar mais pistas sobre o que irá acontecer no próximo ano. Atualmente, as compras líquidas de PEPP estão programadas para terminar em março de 2022, mas Christine Lagarde disse numa entrevista esta semana que o PEPP irá provavelmente sofrer uma modificação "para outro tipo de formato".
- Estes serão os pontos mais relevantes da reunião, mas é muito provável que o BCE surpreenda de outras formas, por exemplo, na forma como publica a declaração. Em qualquer caso, onde não haverá mudança é na orientação da política monetária: a nova estratégia sugere que **o BCE querará manter um ambiente financeiro acomodatório durante os próximos anos** para apoiar a recuperação económica e aproximar a inflação do objetivo de 2%.

Condições financeiras e económicas recentes

- **A atividade económica recupera em força,**
 - O sucesso da campanha de vacinação na Zona Euro levou ao levantamento de muitas restrições à mobilidade e à interação social, com a consequente retoma da atividade económica. Enquanto se aguardam os dados do PIB para o 2T (prevemos um crescimento em cadeia de +1,6%), os PMI mostram que a economia está numa zona claramente expansionista. No entanto, estes inquéritos continuam a alertar para a presença de estrangulamentos do lado da oferta, que estão a causar atrasos nas entregas de mercadorias e aumentos nos custos de produção.
 - No entanto, os riscos permanecem consideráveis, e este dinamismo da economia poderá ser temperado por um aumento dos casos de COVID-19, com variantes mais contagiosas do que nas anteriores vagas, o que pode pôr em risco o Verão nos países mais dependentes do turismo.
- **a inflação está perto dos 2% ... temporariamente**
 - Os preços continuam a subir na Zona Euro (1,9% e 0,9% em junho para os índices global e subjacente, respetivamente), impulsionados principalmente pela componente energética. Do mesmo modo, a componente de bens industriais recuperou 9 décimas desde março e está agora em 1,2%, possivelmente já refletindo custos de produção mais elevados.
 - Para além destas forças, no segundo semestre do ano soma-se o efeito de base dos cortes do IVA em 2020 em alguns países, tais como a Alemanha. Assim, esperamos que a inflação recupere para mais de 2,5% no segundo semestre do ano. Contudo, é importante notar que estas **pressões ascendentes sobre os preços refletem largamente forças transitórias** (tais como estrangulamentos) e **forças técnicas** (tais como efeitos de base), e esperamos que se desvançam em 2022 para trazer a inflação de volta a níveis contidos.
- **e as condições financeiras permanecem muito relaxadas**

- No último mês, as taxas de juro soberanas baixaram (a rentabilidade das obrigações alemãs a 10 anos caiu de -0,15% no final de junho para -0,33% atualmente) e os prémios de risco para Espanha e Portugal mantiveram-se estáveis em cerca de 60 p.b..
- Os mercados bolsistas europeus registaram maior volatilidade, mas ainda assim registavam máximos históricos em alguns índices.
- Globalmente, as condições financeiras permanecem nos níveis acomodatórios desejados pelo BCE, em torno das observadas no início do ano:

Condições financeiras na Zona Euro: o índice BPI Research e as suas componentes



Fonte: BPI Research.

Perspetivas do BCE a médio prazo

- **O ambiente de baixas taxas de juro irá continuar por um período de tempo prolongado:**
 - Os programas de estímulo lançados desde o surto da pandemia cimentaram a expectativa de um longo período de baixas taxas de juro. Além disso, a [nova estratégia do BCE](#) sugere que, se necessário, a instituição poderá esperar mais tempo para realizar a primeira subida de taxas.
 - A manutenção de condições financeiras acomodatórias será fundamental para evitar que as fragilidades nos balanços das empresas, dos agregados familiares e dos 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 deverá ser um processo muito gradual.
- **Esperamos que as taxas de juro oficiais se mantenham nos mínimos históricos atuais ao longo do nosso horizonte de projeção (2021-2023).** Mesmo que os riscos de descida se intensificassem, as taxas do BCE já estão muito próximas do chamado limite de reversão e, por conseguinte, não esperamos novos cortes.
- **O BCE continuará a comprar ativos nos próximos anos** para ancorar o ambiente financeiro ao terreno acomodatório necessário para a recuperação. Com o APP, o BCE está a fazer compras líquidas mensais de 20 mil milhões de euros, enquanto que, com o PEPP, ainda pode comprar cerca de 640 mil milhões de euros até março de 2022. Neste momento, está a fazê-lo a um ritmo de 80 mil milhões de euros por mês que irá durar pelo menos durante todo o 3T. No futuro, quando a recuperação económica estiver mais no bom caminho, é provável que o BCE reduza as compras líquidas deste programa e que o APP (o programa de compras anunciado em janeiro de 2015) volte a ganhar proeminência como instrumento de apoio a um

ambiente financeiro acomodatório. Contudo, não devemos excluir a possibilidade de o BCE alargar o PEPP (tanto em tempo como em tamanho) ou anunciar outro programa para o substituir.

- A isto há que acrescentar **o compromisso do BCE de reinvestir por um longo período de tempo o capital dos ativos adquiridos** ao abrigo do PEPP e do APP que atingem a maturidade (pelo menos até ao final de 2023 no primeiro caso, e para além do primeiro aumento de taxa no segundo).

Instrumentos do BCE

PROGRAMA APP. Detalhe por ativos

	Saldo	Compras último mês*	%
Dívida Pública	2,419,746	15,642	68.5%
Obrigações	292,703	2,111	9.2%
ABS	28,330	-402	-1.8%
Dívida privada n.d.	283,803	5,498	24.1%
TOTAL	3,024,582	22,849	100%

Nota : dados em milhões de euros. *O último mês é: jun.-21

PROGRAMA PEPP. Detalhe por ativos

	Saldo	%	Evolução saldo
Dívida Pública	1,058,882	96.4%	mai-21 1,098,541
Obrigações	4,055	0.4%	mar-21 937,723
ABS	0	0.0%	jan-21 806,756
Dívida privada n.f.	31,014	2.8%	nov-20 698,461
Papel Comercial	4,590	0.4%	set-20 565,641
TOTAL	1,098,541	100%	

(*) Últimos dados disponíveis.

PROGRAMA PSPP. Detalhe por países

PAÍSES	SALDO		COMPRAS ÚLTIMO MES		
TOTAL	2,548,336	% SALDO	% COMPRAS	CHAVE DE CAPITAL	
ALE	609,448	26.7%	4,002	29.8%	26.4%
FRA	496,901	21.8%	5,103	38.0%	20.4%
ITA	421,648	18.5%	-3,698	-27.6%	17.0%
ESP	301,766	13.2%	2,747	20.5%	11.9%
HOL	124,784	5.5%	1,347	10.0%	5.9%
BEL	90,376	4.0%	698	5.2%	3.6%
AUS	71,823	3.1%	656	4.9%	2.9%
POR	47,126	2.1%	628	4.7%	2.3%
FIN	37,685	1.7%	796	5.9%	1.8%
IRL	39,425	1.7%	307	2.3%	1.7%

Último mes: jun.-21

Saldo e compras em MM. €

PROGRAMA PEPP. Detalhe por países

PAÍSES	SALDO		COMPRAS		
TOTAL	1,058,882	% SALDO	165,038	% COMPRAS	CHAVE DE CAPITAL
ALE	260,655	26.7%	40,618	27.0%	26.4%
FRA	201,941	20.7%	31,440	20.9%	20.4%
ITA	181,650	18.6%	26,128	17.4%	17.0%
ESP	123,909	12.7%	18,356	12.2%	11.9%
HOL	57,941	5.9%	9,021	6.0%	5.9%
BEL	36,016	3.7%	5,608	3.7%	3.6%
AUS	28,959	3.0%	4,506	3.0%	2.9%
POR	24,234	2.5%	3,604	2.4%	2.3%
FIN	18,167	1.9%	2,827	1.9%	1.8%
IRL	16,743	1.7%	2,608	1.7%	1.7%

Último mes: mai-21

Saldo e compras em MM. €

O BCE publica os dados agregados de dois em dois meses.

BALANÇO RESUMIDO DO BCE

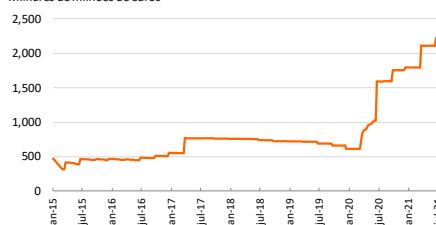
ATIVO		PASSIVO	
Ouro e divisas	514,693	Notas+moeda	1,488,711
Títulos	4,438,509	Dep. bancários	4,483,075
Op- Principais Fin.	72	Dep. das administ. públicas	693,527
Op. financeira LP	2,216,748	Outros passivos	654,176
Fac. de crédito	0	Conta Revalorização	497,589
Outros bens	756,528	Capital e reservas	109,471
Total	7,926,550	Total	7,926,550

Dados em milhões de euros.

Passíveis diferenças por arredondamento.

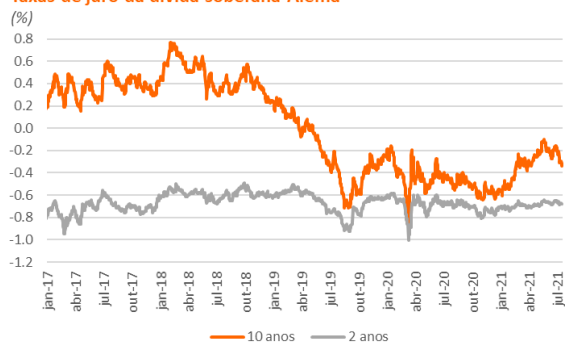
Saldo vivo LTROs e TLTROs

Milhares de milhões de euros

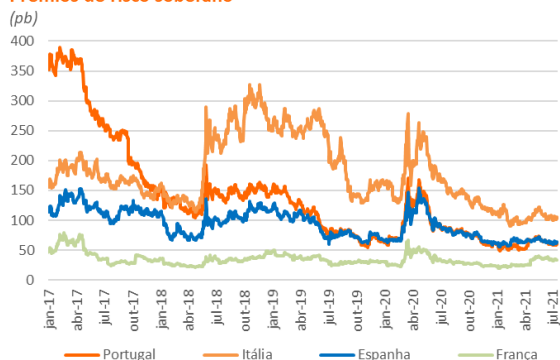


Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

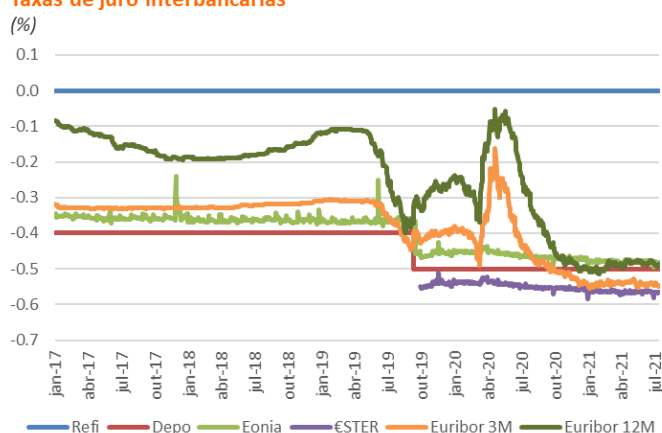
Indicadores de condições financeiras

Taxas de juro da dívida soberana Alemã


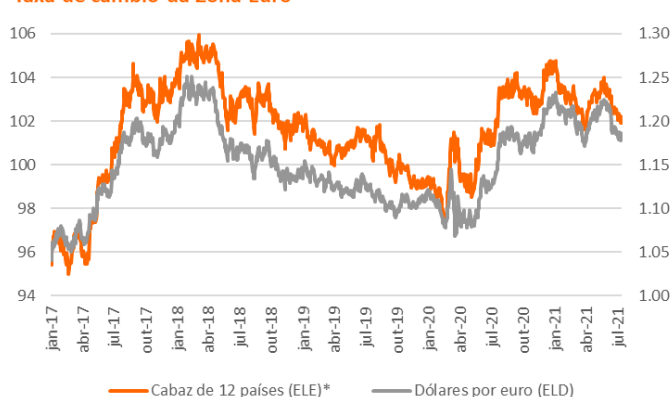
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Prémios de risco soberano


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

Taxas de juro interbancárias


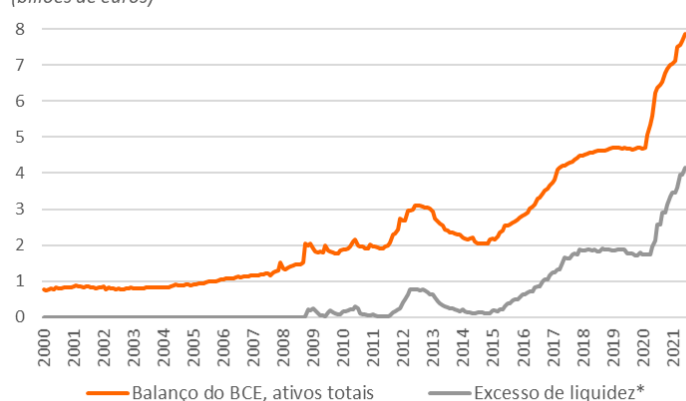
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Taxa de câmbio da Zona Euro


Nota: *Taxa de câmbio nominal efectiva face a 12 moedas (100 = 17 1999).
 Fonte: BPI Research, a partir de dados da BCE.

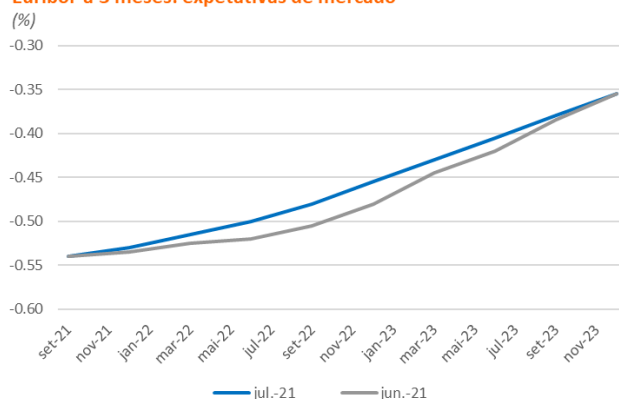
Balanço e liquidez do BCE

(bilhões de euros)



Nota: *Depósitos na facilidade de depósito mais reservas excedentárias menos a utilização da facilidade de cedência de liquidez.

Fonte: BPI Research, com base em dados do BCE.

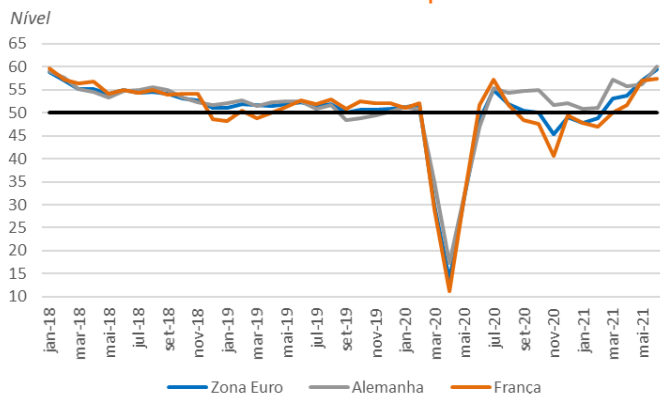
Euribor a 3 meses: expetativas de mercado*


Nota: *Futuros Euribor a 3 meses.

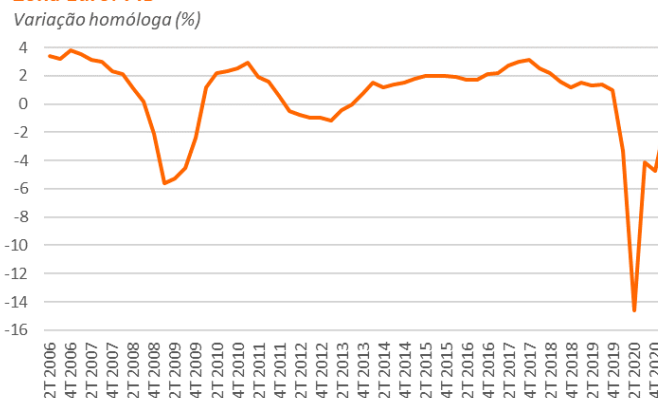
Fonte: BPI Research, com base em dados da Bloomberg.

Indicadores das condições económicas

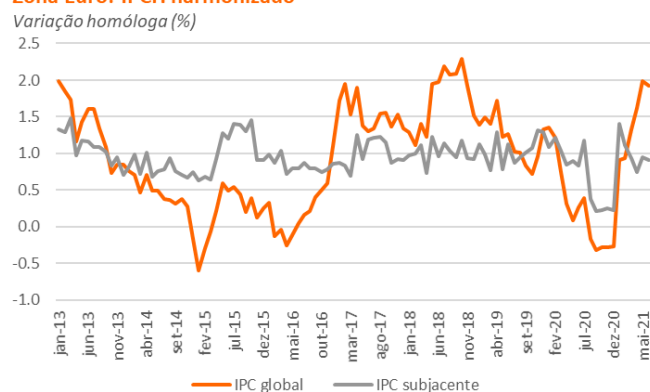
Zona Euro: Indicador de atividade PMI composto



Zona Euro: PIB



Zona Euro: IPCH harmonizado



Expetativas de inflação do mercado para a Zona Euro



Projeções macroeconómicas do BCE junho 2021 (março 2021)

	2020	2021	2022	2023
Crescimento do PIB	-6,8	4,6 (4,0)	4,7 (4,1)	2,1 (2,1)
Inflação global	0,3	1,9 (1,5)	1,5 (1,2)	1,4 (1,4)
Inflação subjacente	0,7	1,1 (1,0)	1,3 (1,1)	1,4 (1,3)

Nota: Variações anuais.

Anexo: situação e medidas do BCE contra a COVID-19

- O BCE lançou um forte conjunto de medidas para aliviar o stress financeiro, assegurar uma ampla liquidez e um acesso favorável ao crédito, e ancorar um ambiente de taxas de juro baixas para sustentar a atuação 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 superior a seis vezes a reserva mínima exigida é cobrado à taxa de depósito (para o resto, a taxa de juro é de 0%). A taxa *refi* é de 0,00% e a taxa de empréstimo marginal é de 0,25%.
- Em 2020, o BCE fez compras de ativos líquidos superiores a 1,1 biliões de euros (9,5% do PIB nominal da Zona Euro) ao abrigo de dois programas:
 - APP (o programa de compra anunciado em janeiro de 2015). Desde novembro de 2019, as compras de ativos líquidos têm sido feitas a um ritmo 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 de 2020 foi anunciada uma dotação adicional para compras de 120 mil milhões de euros, a ser distribuída de forma flexível até ao final de 2020 e, no dia 18 do mesmo mês, o BCE alargou os ativos elegíveis no âmbito das compras de dívida empresarial ao papel comercial não financeiro (notas promissórias) de prazos mais curtos (baixou 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). É dotado de uma capacidade de compra limitada, por enquanto, a 1,85 biliões de euros a serem utilizados, pelo menos até março de 2022, de forma flexível entre os mesmos tipos de ativos que o APP. As compras de obrigações do Tesouro não estão sujeitas ao limite máximo de 33% por emissor e são permitidos desvios temporários em relação à chave do capital. No final do programa, o total das compras efetuadas deverá corresponder à chave do capital, mas as mensagens dos membros do BCE sugerem que grande parte do ajustamento para a chave do capital será feito com reinvestimentos, que estão planeados pelo menos até ao final de 2023 (ou seja, provavelmente numa segunda fase em que, com a recuperação mais no bom caminho, o BCE termina as compras líquidas da PEPP mas mantém os reinvestimentos por mais alguns trimestres). Agora, cerca de 640 mil milhões de euros permanecem por utilizar, pelo que só com este programa o BCE pode fazer as mesmas compras líquidas em 2021 como fez com o APP e o PEPP, conjuntamente, em 2020.
- As operações de injeção de liquidez no sistema financeiro aumentaram em tamanho e atratividade:
 - As chamadas TLTRO-III têm um prazo de vencimento de três anos (o último com vencimento em dezembro de 2024) e, a partir de dezembro de 2020, o crédito máximo aumentou para até 55% da carteira elegível. O seu custo mínimo pode ser 50 b.p. abaixo da taxa da facilidade de depósito entre junho de 2020 e junho de 2021 se a carteira de crédito elegível for detida entre março de 2020 e março de 2021. Para beneficiar desta baixa taxa de juro entre junho de 2021 e junho de 2022, será necessário, pelo menos, deter esta carteira de crédito entre outubro de 2020 e dezembro de 2021. Posteriormente, ou se este critério não for cumprido, o custo do empréstimo é igual à taxa média da facilidade de depósito (*depo*) para a vida restante do empréstimo.
 - Além disso, o BCE aumentou o número de injeções de liquidez em prazos curtos (lançou LTROs semanais com vencimento em junho de 2020, funcionando como ponte até ao próximo concurso TLTRO-III) e lançou outro programa de injeções contra a pandemia (os chamados PELTROs, com um custo de -0,25%, colocação total e maturidade no 1Q 2023 que, embora menos atrativos que o TLTRO-III, oferecem uma almofada às 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, para facilitar o acesso a estas injeções de liquidez. Os ativos da dívida das empresas, os créditos garantidos publicamente estão incluídos, os requisitos de dimensão mínima são eliminados e os *haircuts* são reduzidos em 20%. Além disso, relaxa os critérios para incluir os ativos da dívida soberana grega e os chamados "anjos caídos" (ativos com uma classificação de grau de investimento em 7 de abril de 2020

continuarão a ser elegíveis, mesmo que sofram uma degradação da classificação de crédito, desde que esta não seja pior que BB).

- Também relaxa os requisitos sobre reservas de capital (*Pillar 2 Guidance y Capital Conservation Buffer*) e permite temporariamente operar abaixo do requisito de LCR (*Liquidity Coverage Ratio*). Além disso, permite a utilização de instrumentos AT1 e AT2 para cumprir os *Requirements* do Pilar 2.
- Insta as autoridades macroprudenciais nacionais a relaxarem as almofadas contra-cíclicas.
- Além disso, o BCE e os outros grandes bancos centrais implementaram linhas de *swap* cambial para assegurar liquidez internacional em dólares e euros.
- Finalmente, o BCE reiterou que está pronto a 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.

BPI Research, 2021

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.