

Nota Breve 07/06/2019

Mercados · O BCE enfatiza incertezas e a sua comunicação torna-se mais acomodatória**Pontos chave**

- Como esperado, o BCE não alterou substancialmente as suas previsões macroeconómicas da zona euro e manteve uma visão relativamente positiva do cenário de médio prazo.
- No entanto, enfatizou que as fontes de incerteza se estão a prolongar e que se acentuaram. Por conseguinte, embora não tenha modificado os parâmetros da sua política monetária, o BCE enviou quatro mensagens relativamente acomodatórias:
 1. Adiamento da data indicativa do primeiro aumento da taxa para meados de 2020.
 2. Oferta de condições de acesso à liquidez das TLTROs relativamente favoráveis.
 3. Reiterou que permanecerá ativo no mercado por um longo período de tempo com o reinvestimento dos títulos vencidos.
 4. Lembrou que está preparado para agir com todos os instrumentos necessários, caso o cenário o exija.
- O tom mais flexível adotado pelo BCE aumenta a probabilidade do ambiente de taxas de juro baixas na área do euro se prolongar por um período de tempo mais longo.

Principais mensagens de política monetária e ambiente macroeconómico

- Com a atualização trimestral das suas previsões, o BCE apresentou um cenário macroeconómico para a área do euro muito semelhante ao de março (ver tabela), mas deu maior ênfase aos riscos que continuam descendentes:
 - Por um lado, a visão de médio prazo permanece positiva, destacando-se que variáveis como a criação de emprego, a redução do desemprego ou o maior dinamismo dos salários mostram que a economia está melhor do que nos anos anteriores.
 - Mas, por outro lado, as incertezas que afetam o cenário (tensões geopolíticas, desaceleração do comércio mundial, ameaças protecionistas e vulnerabilidades nas principais economias emergentes) prolongam-se, acentuando, inclusivamente, a sua natureza negativa (especialmente na esfera comercial), penalizando o sentimento económico.
 - Assim, embora alguns dados tenham surpreendido positivamente (como o PIB no primeiro trimestre) e a probabilidade de recessão seja muito baixa (nas palavras do próprio Draghi), a maioria dos indicadores aponta para um crescimento moderado no segundo e terceiro trimestres.
- Perante este cenário, o BCE reiterou a necessidade de manter um ambiente financeiro acomodatório que apoie a procura interna e a recuperação da inflação. Especificamente, o BCE decidiu:
 - Manter as taxas de juro inalteradas e adiar a data indicativa para o seu primeiro aumento para meados de 2020 (anteriormente final de 2019). Na conferência de imprensa, Draghi disse que este adiamento responde ao prolongamento das incertezas que afetam o cenário.
 - Reiterar que manterá a política de reinvestimento de ativos por um longo período de tempo e para além do momento em que as taxas de referência começarem a subir.
 - Em relação à nova tranche de TLTRO:
 - O BCE especificou que as TLTROs podem ser obtidas a um custo igual à taxa refi + 10 p.b. e que, se os objetivos fixados para a concessão de crédito forem cumpridos, o custo da TLTRO pode reduzir-

se para a taxa depo + 10 p.b. (em ambos os casos, estas taxas mantêm-se ao longo da vida da TLTRO)¹.

- As novas TLTRO são um pouco menos generosas do que as anteriores (em parte, com o objetivo de minimizar as oportunidades de *carry trade*)², mas continuam a oferecer condições de financiamento muito favoráveis.
- O BCE argumentou que as TLTROs servem para incentivar o fluxo de crédito e mitigar o risco de interrupções na liquidez do setor financeiro (com o vencimento das anteriores TLTROs e a exigência regulatória de emissão de diferentes instrumentos de dívida, enfrentar-se-ão novas necessidades de financiamento nos próximos trimestres).
- Na conferência de imprensa, Draghi indicou que o BCE está preparado para agir com todas as ferramentas necessárias. Embora mantenha a confiança num cenário central razoavelmente positivo, a prevalência de fatores de incerteza negativos levou vários membros a argumentar que, em caso de agravamento do cenário, o BCE deve estar preparado para a possibilidade de:
 - Voltar a adiar a data indicativa do primeiro aumento das taxas de juros ...
 - ... ou, se a situação o exigir, baixar novamente a taxa de juros da facilidade de depósitos e/ou retomar as compras de ativos.
 - De facto, Draghi disse que não deve ser considerado certo que o próximo movimento das taxas seja ascendente.
- No que se refere aos possíveis efeitos adversos das baixas taxas de juro, o BCE observou que estes têm um efeito líquido positivo sobre a economia (e sobre a transmissão da política monetária através do setor financeiro). No entanto, Draghi também indicou que, num cenário que requer o adiamento da data indicativa para o primeiro aumento da taxa (ou mesmo taxas de juros mais baixas), isto deve ser reavaliado.
- Questionado sobre a redução das expectativas de inflação nos últimos meses (ver gráfico em anexo), Draghi disse na conferência de imprensa que este é um fenómeno que o BCE segue de perto, mas no qual mantém uma visão relativamente positiva:
 - A redução é observada em instrumentos de mercado (enquanto que os inquéritos aos analistas mostram que as expectativas de médio prazo estão muito próximas da meta de 2%) e estão a acontecer simultaneamente em diferentes regiões do mundo: o que aponta para causas globais (e não idiossincráticas) da zona euro.
 - O BCE não observa qualquer risco de deflação ou alteração em baixa das expectativas de inflação.
 - Esta discordância entre as expectativas observadas nos instrumentos de mercado e as dos analistas sugere que os mercados estão a considerar um cenário muito mais adverso (Draghi apontou, no caso específico das tensões comerciais, que os mercados estão receosos de que as disrupções vão além das trocas comerciais).

¹ A maturidade das novas TLTROs será de dois anos e serão emitidas trimestralmente entre setembro de 2019 e março de 2021. Nas operações de 2016, a taxa de juros das TLTRO era a taxa refi e podia atingir um mínimo igual à taxa depo, caso os objetivos da concessão de crédito fossem cumpridos.

² Obter liquidez através das TLTROs para investir em ativos razoavelmente seguros, como dívida soberana, com prazo idêntico. Atualmente, entre as principais economias da zona do euro, apenas os títulos de dívida pública italiana a 2 anos oferecem uma taxa de juros mais alta do que o custo das TLTROs.



Novas previsões do cenário macroeconómico

- O BCE reviu a previsão de crescimento de 2019 muito ligeiramente em alta (com toda a probabilidade, devido à surpresa positiva do PIB do 1.º trimestre), mas reduziu as de 2020 e 2021, em resultado do agravamento do ambiente externo e da prevalência de incertezas. Além disso, manteve os riscos enviesados negativamente.
- No que respeita à inflação, o BCE mantém a expectativa de uma recuperação muito gradual e apenas efetuou pequenos ajustes técnicos nas suas previsões.

BCE: previsões económicas (junho 2019)

| | 2019 | 2020 | 2021 |
|----------------------------|-----------|-----------|-----------|
| Crescimento PIB | 1,2 (1,1) | 1,4 (1,6) | 1,4 (1,5) |
| Inflação geral | 1,3 (1,2) | 1,4 (1,5) | 1,6 (1,6) |
| Inflação subjacente | 1,1 (1,2) | 1,4 (1,4) | 1,6 (1,6) |

Nota: entre parênteses, previsões anteriores.

Taxas de juro oficiais

- O BCE manteve a taxa de referência em 0,00%, bem como a taxa de juro da facilidade permanente de cedência de liquidez e a remuneração da facilidade de depósito em 0,25% e -0,40%, respetivamente, e assinalou a intenção de manter estes níveis, pelo menos até meados de 2020.
- Além disso, o BCE reiterou que, para além da data indicativa de meados de 2020, irá manter as taxas de juro em níveis reduzidos durante o tempo necessário de forma a garantir condições de liquidez favoráveis e apoiar a recuperação da inflação.

Reação dos mercados

Os mercados reagiram aos anúncios do BCE com movimentos moderadamente descendentes. Especificamente, as bolsas de valores quebraram os ganhos que haviam sido exibidos ao longo da sessão e fletiram levemente em sentido negativo, lideradas pelo setor financeiro, enquanto as taxas de juros soberanas registaram novos mínimos. No mercado cambial, o euro manteve um comportamento instável em torno de 1,12 dólares.

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.