

Nota Breve 23/10/2020

Mercados financeiros · O BCE entra em alerta no final do ano

## Reunião de 29 de outubro de 2020: o que esperamos

- Não esperamos muitos novos desenvolvimentos na próxima reunião do BCE (não haverá ajustamentos nos instrumentos de política monetária), mas **acreditamos que o BCE abrirá o caminho para o anúncio de novas medidas acomodáticas na reunião de dezembro.**
- A razão é que o cenário económico continua a ser muito exigente e, como mostram os indicadores no anexo, tanto a inflação observada como as suas expectativas a médio prazo enfraqueceram significativamente. Assim, embora **o BCE esteja bem ancorado num ambiente acomodático** e os seus membros digam que as atuais restrições de mobilidade estão de acordo com as previsões do BCE, **muito provavelmente terá de tomar novas medidas para prolongar ainda mais este ambiente acomodático.**
- A este respeito, a reunião da próxima semana será importante para esclarecer se estas novas medidas possíveis tomarão a forma de compras extraordinárias de ativos (extensão do programa PEPP), compras mais comuns (extensão do programa APP) ou outros instrumentos (por exemplo, extensão das condições favoráveis das últimas TLTROs).

## Condições económicas e financeiras recentes

- A recuperação da atividade no Q3 tem sido substancial, mas no Q4 irá abrandar.
  - O valor do PIB para o terceiro trimestre do ano ainda não foi publicado, mas espera-se que mostre um ritmo vigoroso de recuperação (no BPI Research acreditamos que o PIB crescerá cerca de 7% em cadeia no terceiro trimestre). As vendas a retalho, em particular, recuperaram da quebra do segundo trimestre e já estavam a níveis pré-pandémicos no Verão, enquanto a produção industrial ainda não recuperou totalmente e está pouco mais de 5% abaixo do nível de fevereiro.
  - No entanto, os indicadores mostram um arrefecimento da recuperação económica nas últimas semanas e o desempenho da atividade no quarto trimestre deverá ser mais hesitante. As restrições de mobilidade impostas em várias regiões da Europa não devem comprometer a tendência de recuperação subjacente, mas possivelmente pesarão no ritmo da recuperação a curto prazo.
- **A médio prazo a economia vai continuar a recuperar, embora a incerteza seja elevada.**
  - A evolução da atividade económica em 2021 continuará a ser marcada pela pandemia e o ritmo de recuperação dependerá da persistência, gravidade e duração das restrições de mobilidade. Embora a comercialização de uma vacina deva estimular o sentimento económico e a recuperação em 2021, tanto a profundidade da crise atual como o risco de se tornar mais persistente podem resultar em cicatrizes no tecido produtivo, com o encerramento de empresas ou a deterioração do capital humano após um longo período de inatividade.
  - Contudo, a política económica deve continuar a apoiar a recuperação da atividade nos próximos anos, tanto no lado fiscal como no lado monetário. A economia da Zona Euro não deverá atingir níveis pré-pandémicos até ao final de 2022. Além disso, o impacto da pandemia e o ritmo da recuperação estão a ser desiguais entre países, pelo que as medidas tomadas pelos estados membros terão de ser complementadas por medidas a nível europeu para assegurar que a recuperação seja tão simétrica quanto possível.
  - Neste cenário, espera-se que a inflação permaneça fraca nos próximos anos. O valor de setembro (-0,3%) foi influenciado pelos baixos preços do sector energético, mas esta fraqueza pode ser vista noutros indicadores. Por exemplo, o índice subjacente (0,2% em setembro) está agora no seu nível mais baixo desde que foram publicados dados para a zona euro como um todo, enquanto que as expectativas de inflação estão com tendência descendente e muito abaixo do objetivo do BCE (quer quando medidas utilizando instrumentos de mercado ou previsões dos analistas).
- **As condições financeiras têm relaxado desde abril, mas permanecem mais tensas do que em 2019.**

- A forte ação do BCE e o impulso da Comissão Europeia na frente fiscal ajudaram a aliviar as tensões nos mercados financeiros, embora alguns indicadores de volatilidade sugiram que ainda existe alguma tensão em comparação com os níveis pré-pandémicos.
- No entanto, as taxas de juro interbancárias estão em níveis mínimos históricos graças à abundante liquidez oferecida pelo BCE através das TLTROs. Além disso, as taxas de juro soberanas na zona euro estão a níveis baixos graças ao compromisso do BCE de assegurar condições financeiras muito acomodáticas e evitar a fragmentação.
- Para este fim, o BCE continua a realizar compras massivas de ativos. Em particular, ao abrigo do Programa de Compra de Emergência Pandémica (PEPP), o BCE ainda tem margem para adquirir mais de 700.000 euros até Junho de 2021 (gastou cerca de 580.000 milhões de euros, enquanto que a capacidade total do programa é de 1,35 biliões de euros), enquanto que, ao abrigo do Programa de Compra de Activos (APP), está a adquirir 20.000 milhões de euros por mês e, da dotação adicional de 120.000 milhões de euros feita em 2020, cerca de 30.000 milhões de euros ainda estão por utilizar (ver Anexo para mais pormenores).
- É provável que o BCE venha a ganhar mais capacidade para adquirir ativos nos próximos meses. No entanto, a decisão sobre o mecanismo preciso para o fazer não parece ser fácil. Por um lado, o BCE tem pouco espaço de manobra para o fazer através da APP, uma vez que o programa é limitado por restrições à percentagem de dívida que o BCE pode deter em cada país. O PEPP, por outro lado, tem mais flexibilidade, embora o BCE deva encontrar uma boa justificação para aumentar persistentemente um programa que foi originalmente apresentado como uma resposta de emergência e com um tempo de vida limitado, pelo que esta discussão pode conduzir a uma diversidade de pontos de vista no Conselho do BCE.

## A perspetiva do BCE a médio prazo

---

- **O ambiente de baixa taxa de juro irá continuar por um longo período de tempo:**
  - Os programas de estímulos lançados nos últimos meses cimentaram a expectativa de um longo período de taxas de juro baixas.
  - 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 se mantenham nos mínimos históricos atuais ao longo do nosso horizonte de projeção (2020-2022).** Apesar dos riscos de descida, as taxas do BCE já estão muito próximas do chamado "nível de reversão" (o nível a que a sua redução não teria um efeito positivo sobre a economia) e, por conseguinte, não esperamos mais cortes.
- **O BCE continuará a comprar ativos nos próximos anos** para ancorar o ambiente financeiro no ambiente acomodático que será necessário para a recuperação da atividade e da inflação. O ritmo de aquisição de ativos deverá aumentar nos próximos meses, face à fraca inflação e à incerteza sobre o ritmo de recuperação. O PEPP é o grande instrumento para combater a crise da COVID-19 (daí a sua grande dotação e flexibilidade, com o qual pode concentrar a ação em períodos e/ou mercados que sofrem stress financeiro), mas por esta mesma razão é um instrumento extraordinário e temporário. 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 o APP (o programa de compras anunciado em janeiro de 2015) volte a ganhar proeminência como instrumento de sustentação de um ambiente financeiro acomodático.
- 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 do APP (para além do primeiro aumento da taxa) que atingem a maturidade.
- O BCE está também a realizar a sua revisão estratégica. Neste processo, o BCE pode recalibrar a meta de inflação (por exemplo, do atual "perto de, mas abaixo de 2%" para um simples e simétrico "2%"). Além

disso, os critérios ambientais poderiam tornar-se mais relevantes nas decisões de política monetária do BCE (por exemplo, na compra de ativos).

---

*BPI Research, 2020*

*e-mail: [deef@bancobpi.pt](mailto: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.*

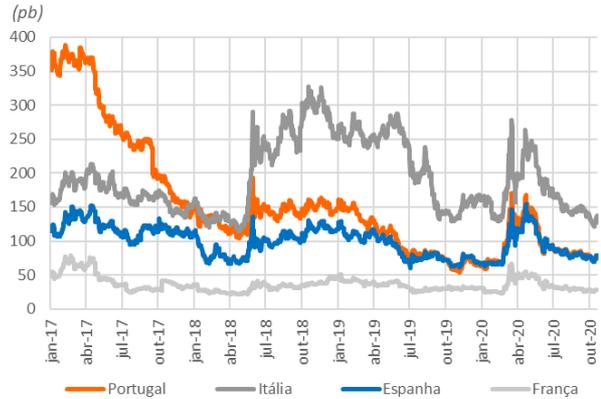
## Indicadores de condições financeiras

### Taxa de juro da dívida soberana alemã



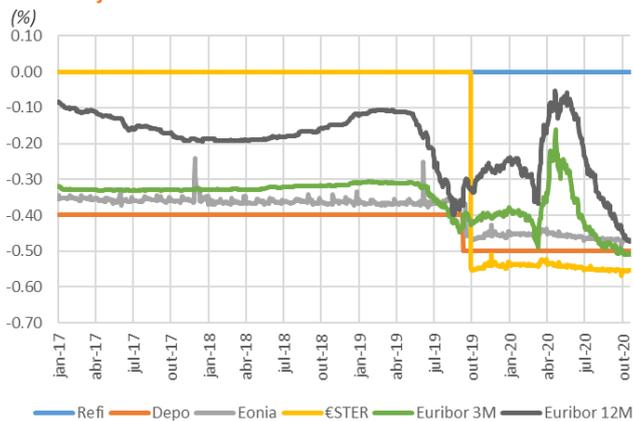
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

### Prémios de risco soberano



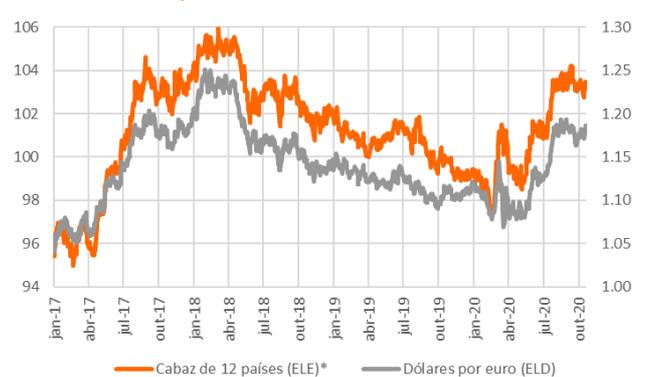
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

### Taxas de juro interbancárias



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

### Taxas de câmbio para a Zona Euro



Nota: \*Taxa de câmbio nominal efectiva contra 12 moedas (100 = 1T 1999).  
Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

### Balço e liquidez do BCE

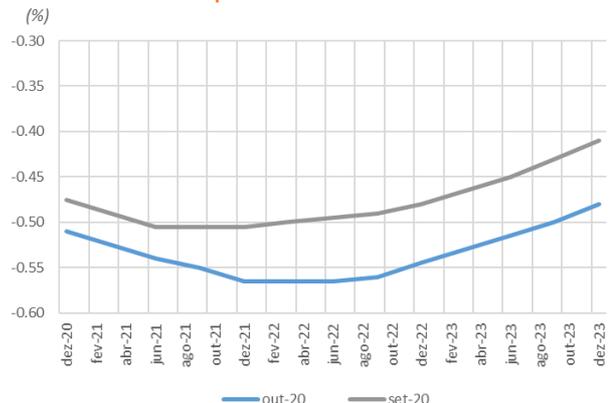
(mil milhões de euros)



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

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

### Euribor a 3 meses: expetativas de mercado\*

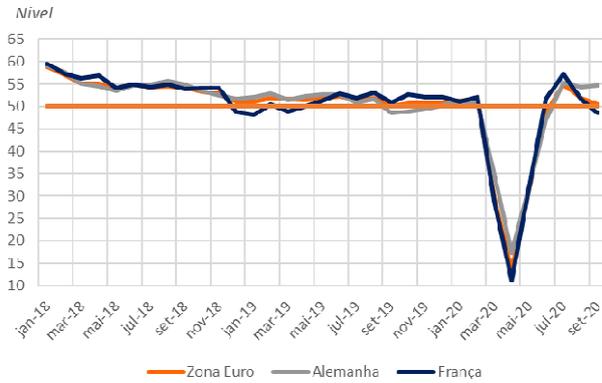


Nota: \*Futuros da euribor a 3 meses

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

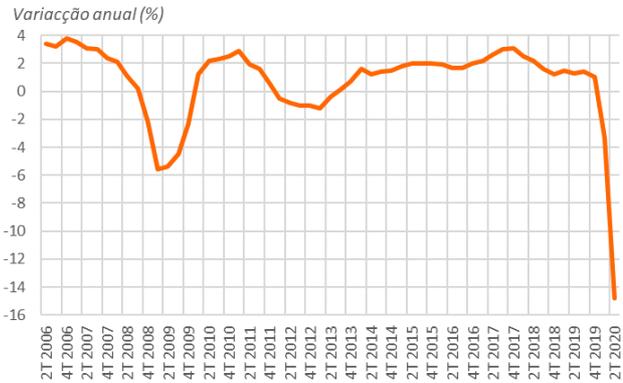
## Indicadores de condições económicas

**Zona Euro: Indicador de atividade PMI composto**



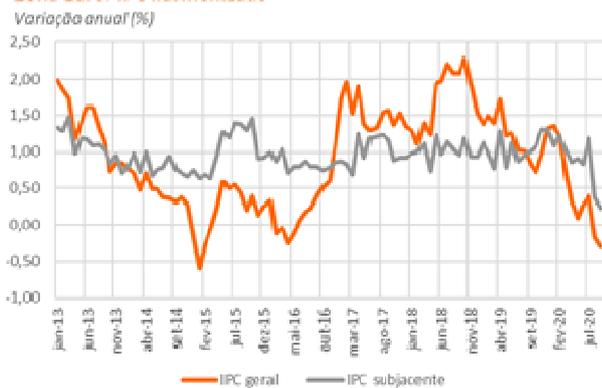
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Markit.

**Zona Euro: PIB**



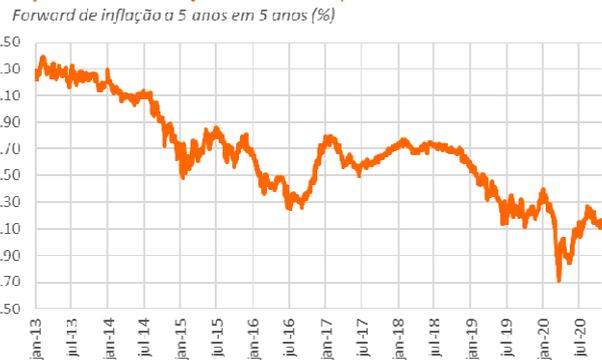
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Eurostat.

**Zona Euro: IPC harmonizado**



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

**Expetativas de inflação de mercado para a zona euro**



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

## Anexo - Política monetária do BCE: situação e ação 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 seis vezes a reserva mínima exigida é tributado 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%.
- Na atual configuração da sua política monetária, em 2020, o BCE fará aquisições líquidas de ativos com um 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). 120 mil milhões a serem distribuídos de forma flexível até ao final do ano e no dia 18 de março o BCE aumentou os ativos elegíveis no âmbito das compras de dívida empresarial com o 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)**. 1,35 biliões para serem distribuídos flexivelmente entre os mesmos tipos de títulos do APP até, pelo menos, meados de 2021. As compras de dívida pública não estão sujeitas ao limite de 33% por emissor e são permitidos desvios temporários da 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 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 compras líquidas no APP sejam concluídas apenas "pouco antes" do primeiro aumento da taxa.
- As operações de injeção de liquidez no sistema financeiro tornaram-se maiores e mais atrativas:
  - As chamadas TLTRO-IIIs têm um prazo de vencimento de três 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). Com este desenho mais atrativo, a TLTRO em junho teve uma procura muito elevada (1,3 biliões de euros brutos e 550 mil milhões de euros líquidos, equivalente a aproximadamente 4,6% do PIB nominal da região).
  - O BCE também 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 vencimento no 3T 2021 que, embora menos atrativos que os TLTRO-IIIs, oferecem uma almofada às instituições que têm dificuldades no acesso ao financiamento TLTRO).
- O BCE flexibilizou vários requisitos regulamentares e de colateral para apoiar o funcionamento do sistema financeiro num ambiente mais exigente:
  - Flexibilização temporária dos requisitos de colateral para operações de refinanciamento, a fim de facilitar o acesso a estas injeções de liquidez. Isto inclui ativos da dívida empresarial, empréstimos com garantias públicas, requisitos de dimensão mínima são eliminados e os *haircut* são reduzidos em 20%. Além disso, relaxa os critérios para incluir os ativos da dívida soberana grega e os chamados "anjos caídos" (os ativos com grau de investimento a 7 de abril de 2020 continuarão a ser elegíveis mesmo

que sofram uma descida de notação de crédito, desde que a notação de crédito não seja pior do que BB).

- Os requisitos sobre os *capital buffer* (Pilar 2 *Guidance and Capital Conservation Buffer*) 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 macroprudenciais nacionais a relaxarem os amortecedores contra-cíclicos.
- Além disso, o BCE e os outros grandes bancos centrais implementaram linhas de *swap* cambial para assegurar a liquidez do dólar e do euro 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 harmoniosa da política monetária a todas as economias da zona euro.