

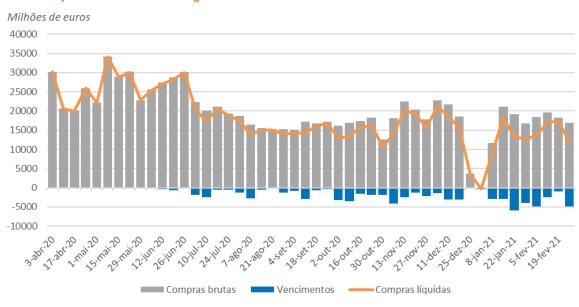
Nota Breve 04/03/2021

Mercados financeiros ·O BCE irá subir de tom perante o aumento das yields soberanas

Reunião de 11 de março de 2021: o que esperamos

- O BCE manterá as taxas de juro no nível atual e não alterará a dimensão do seu programa de compra de ativos.
- Contudo, é muito provável que expresse desconforto com o recente pico das yields soberanas (alguns membros já o fizeram nas suas intervenções públicas) e aumente o ritmo das compras líquidas implementadas com o PEPP.

BCE: compras semanais ao abrigo do PEPP



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

- A reunião será também condicionada pelo recente aumento da inflação na zona euro. Na medida em que
 os aumentos em janeiro e fevereiro refletem efeitos relacionados com a pandemia (mais pormenores na
 secção seguinte), não devem afetar as ações do BCE. No entanto, os números foram um pouco mais
 elevados do que o BCE esperava e é provável que a inflação se mantenha volátil ao longo de 2021, o que
 representa um desafio de comunicação para o BCE (especialmente se, como estimamos, a volatilidade da
 inflação for mais elevada em algumas economias do que noutras).
- O BCE irá também atualizar o seu quadro macroeconómico. Não esperamos grandes alterações nas previsões de crescimento, mas o enfoque será nas novas projeções para a inflação, que estabelecerão a magnitude e a persistência da volatilidade esperada pelo BCE.

Condições económicas e financeiras recentes

O 1T na zona euro vai de menos a mais...

O Depois de se confirmar que no quarto trimestre de 2020 a economia da zona euro contraiu -0,6% em cadeia (ligeiramente melhor do que o esperado), o novo ano começou com a mesma dinâmica e a pandemia continuou a pesar sobre a atividade económica. A curto prazo, a maior contagiosidade das novas variantes acrescenta um novo fator de risco, mas o progresso na taxa de vacinação, especialmente entre os grupos de risco, permite-nos ser otimistas quanto aos próximos trimestres.



O As restrições à mobilidade têm sido mais direcionadas e a economia está a revelar-se mais resistente. Em particular, o sector manufatureiro está a crescer fortemente (o índice PMI da indústria transformadora de fevereiro situou-se em 57,9, o nível mais alto dos últimos três anos e registando 8 meses na zona de expansão), enquanto a atividade dos serviços continua a ser afetada negativamente e, apesar de uma ligeira melhoria, o índice PMI do sector permanece abaixo dos 50 pontos

• ... enquanto a inflação aumenta acentuadamente

- Neste cenário de incerteza, a inflação na zona euro surpreendeu em janeiro (0,9%, mais 1,2 pontos percentuais do que o valor de dezembro) e permaneceu estável em fevereiro. Esta recuperação deveuse a fatores que deveriam desaparecer ao longo do ano, tais como as vendas mais baixas em alguns países da região, o aumento do IVA na Alemanha, a alteração dos pesos no cabaz do IPCH e a recuperação dos preços da energia. 1
- Assim, ao longo de 2021, é provável que vejamos taxas de inflação em torno dos níveis atuais ou mesmo superiores. Os efeitos de base dos preços da energia, e potenciais estrangulamentos do lado da oferta, poderiam empurrar a inflação global para mais de 2% a partir do segundo trimestre. No entanto, não esperamos que estes níveis se mantenham no médio prazo, uma vez que a fraqueza prépandémica da inflação refletiu a dinâmica estrutural e, somadas às cicatrizes que esta crise económica pode deixar no tecido produtivo, podemos esperar que a inflação seja contida no médio prazo e que recupere muito gradualmente em direção ao objetivo do BCE.

• Mercados financeiros voláteis no primeiro trimestre

- Os investidores têm estado geralmente otimistas nas últimas semanas, com uma certa apetência pelo risco. Isto tem sido sustentado, por um lado, pela expectativa de que a pandemia seja resolvida durante o ano graças às campanhas de vacinação. Por outro lado, o sentimento do mercado global também beneficiou da nova proposta de estímulo fiscal do Presidente Biden nos EUA, que deverá ajudar a economia dos EUA a recuperar fortemente durante o ano.
- Tanto que se levantaram vozes alertando para o risco de sobreaquecimento da economia dos EUA e possibilidade de gerar pressões inflacionistas. Assim, as expectativas de inflação cotadas nos mercados financeiros recuperaram desde o início do ano nos EUA e arrastaram as suas contrapartes na zona euro. Contudo, os fatores subjacentes a esta recuperação das expectativas de inflação é diferente entre as duas regiões: enquanto na zona euro a recuperação já observada deve ser temporária e baseada em fatores estatísticos, nos EUA a preocupação com a geração de pressões inflacionistas baseia-se mais na expectativa de uma melhoria da procura agregada a curto e médio prazo.
- Como resultado, a parte longa das curvas soberanas aumentou tanto nos EUA como na zona euro (+56 e +30 pb, respetivamente), enquanto que os prémios de risco na periferia permaneceram contidos. Os principais índices bolsistas, entretanto, têm permanecido erráticos, mas estão a acumular ganhos moderados ao longo do ano como um todo.

Como pode o BCE interpretar esta situação?

- Na reunião da próxima semana, o BCE terá de comunicar muito claramente a sua interpretação e futuras ações face às duas principais mudanças no cenário económico: a subida da inflação e as taxas soberanas:
 - <u>Recuperação da inflação</u>: acreditamos que Christine Lagarde aliviará os receios de uma recuperação da inflação e salientamos que os níveis atuais se devem a fatores estatísticos que se dissiparão ao longo do ano, mas que, a médio prazo, a inflação voltará a níveis contidos. Acreditamos que o BCE irá reiterar a necessidade de manter uma política monetária muito acomodatícia.
 - Subida das taxas soberanas: na medida em que o BCE pretende manter condições financeiras favoráveis e a parte longa da curva soberana faz parte destas, o BCE pode sentir-se desconfortável com o recente pico. De facto, isto tem sido comunicado por alguns dos membros do Conselho nos últimos dias. Particularmente vigorosas foram as declarações de Fabio Panetta, que não só disse que o atual nível de yields soberanas não é consistente com as condições financeiras favoráveis, mas

¹ Ver a Nota Breve sobre os dados de janeiro relativos à inflação para a zona euro.





- também propôs agir mais diligentemente, melhor, rapidamente e mais fortemente ("harder, better, faster, stronger" em homenagem a uma canção do Daft Punk).
- o O ritmo de compras líquidas ao abrigo do PEPP 2021 é ainda mais baixo do que no segundo semestre de 2020. Acreditamos que a aceleração das compras deste programa é a melhor ferramenta que o BCE tem à sua disposição neste momento para amortecer a recuperação das yields soberanas, e é provável que nas próximas semanas o BCE aumente o ritmo das compras semanais para mais de 20 mil milhões de euros. Um ritmo que, mesmo assim, não obrigaria o BCE a aumentar o limite PEPP (1,85 mil milhões de euros).

Perspectivas do BCE a médio prazo

- O ambiente de baixas taxas de juro irá continuar por um período de tempo prolongado:
 - o Os programas de estímulos lançados nos últimos meses cimentaram a expectativa de um longo período de taxas de juro baixas.
 - o A manutenção de condições financeiras acomodatícias será fundamental para evitar que as fragilidades dos balanços das empresas, famílias e governos comprometam a recuperação.
 - o 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 de referência se mantenham nos mínimos históricos atuais ao longo do nosso horizonte de projeção (2021-2023). Se os riscos negativos se intensificarem, 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 no terreno acomodatício que a recuperação da atividade e da inflação exigirão. Ao abrigo do APP, o BCE está a fazer compras líquidas mensais de 20 mil milhões de euros enquanto, ao abrigo do PEPP, ainda pode comprar perto de 1 bilião de euros até março de 2022. Quando o ambiente económico e financeiro tiver estabilizado, a incerteza diminuir e a recuperação económica começar a recuperar, é de esperar que o BCE desative o PEPP e que o APP (o programa de compra anunciado em janeiro de 2015) volte a ganhar proeminência como instrumento de apoio a um ambiente financeiro acomodatício.
- A isto deve acrescentar-se o compromisso do BCE em reinvestir durante um longo período de tempo o capital dos ativos adquiridos ao abrigo do PEPP (pelo menos até ao final de 2023) e do APP (para além do primeiro aumento de taxa) à medida que amadurecem.



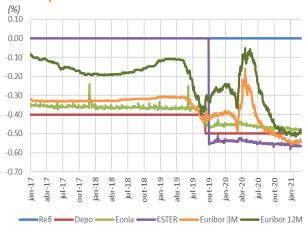
Indicadores de condições financeiras



Prémios de risco dívida soberana (pb) 400 350 300 250 200 150 0 17-11 100 50 0 17-11 100 17-11 100 17-11 100 17-11 100 17-11 17-11 18-11 1

Fonte: BPIResearch, a partir de dados da Bloomberg.

Taxas de juro interbancárias

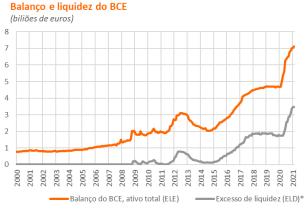






Nota: *Taxa de câmbio nominal efectiva face a 12 divisas (100 = 1T 1999). Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

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



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

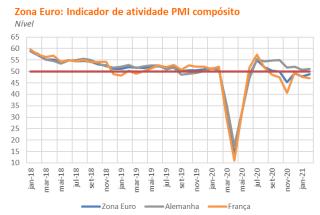
Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*



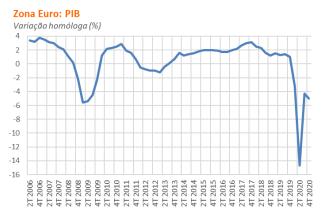
Nota: *Futuros da euribor a 3 meses Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.



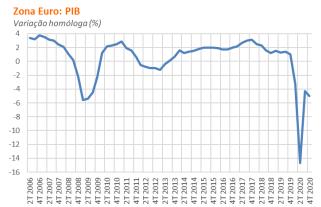
Indicadores de condições económicas



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



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



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



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

IPC global

BCE: previsões económicas de dezembro 2020 (setembro 2020)

		2020	2021	2022	2023
Crecimento PIB	Cenário base	-7,3 (-8,0)	3,9 (5,0)	4,2 (3,2)	2,1
	Cenário de risco	-7,6 (-10,0)	0,4 (0,5)	3,0 (3,4)	2,9
Inflação geral	Cenário base	0,2 (0,3)	1,0 (1,0)	1,1 (1,3)	1,4
	Cenário de risco	0,2 (0,3)	0,7 (0,7)	0,6 (0,7)	0,8





Anexo - Política monetária do BCE: situação 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 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 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%.
- Na sua atual configuração de política monetária, em 2020 o BCE efetuou aquisições de ativos líquidos de mais de 1,1 mil milhões (9,5% do PIB nominal na zona euro) com 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 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). Além disso, em 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 com 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). 1,85 mil milhões para serem distribuídos, pelo menos até março de 2022, de forma flexível entre os mesmos tipos de bens 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 sob a APPP, mas mantém os reinvestimentos por mais alguns trimestres). Em 2021 ainda há mais de mil milhões de euros a serem utilizados, pelo que só com este programa o BCE poderia fazer as mesmas aquisições líquidas que fez com o APP e o PEPP juntos em 2020.
- O BCE espera que as taxas permaneçam nos seus níveis atuais (ou inferiores) até que a inflação mostre sinais convincentes de convergência para o objetivo, enquanto espera que as compras líquidas de APP terminem apenas "pouco antes" da primeira subida da taxa.
- As operações de injeção de liquidez no sistema financeiro têm aumentado em tamanho e atratividade:
 - As chamadas TLTRO-III têm um prazo de vencimento de três anos (as últimas vencerão em dezembro de 2024) e, a partir de dezembro de 2020, o crédito máximo a ser solicitado aumentou para 55% da carteira elegível. O seu custo mínimo pode ser fixado 50 pontos base 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, manter esta carteira de crédito entre outubro de 2020 e dezembro de 2021. Posteriormente, ou caso este critério não seja cumprido, o custo do empréstimo é igual à taxa média da facilidade de depósito (depo) durante o resto da vida do empréstimo. Com este desenho mais atrativo, o TLTRO de junho passado teve uma procura muito elevada (1,3 biliões de euros brutos e 550 mil milhões de euros líquidos, equivalente a cerca de 4,6% do PIB nominal da região).
 - 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%, full allotment 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 uma série de requisitos regulamentares e de garantias para apoiar o funcionamento do sistema financeiro num ambiente mais exigente:
 - Relaxamento temporário dos requisitos de garantias para operações de refinanciamento, para facilitar o acesso a estas injeções de liquidez. Os ativos da dívida empresarial e os empréstimos com garantia pública estão incluídos, os requisitos de dimensão mínima são eliminados e os haircuts são reduzidos em 20%. Também relaxa os critérios para incluir os ativos da dívida soberana grega e os chamados "anjos caídos" (ativos com grau de investimento a 7 de abril de 2020 continuarão a ser elegíveis mesmo que a sua notação de crédito seja reduzida, desde que não seja pior do que BB).
 - Também relaxa os requisitos sobre as almofadas de capital (Pillar 2 Guidance e Capital Conservation Buffer) e permite temporariamente o comércio abaixo do requisito de LCR (Liquidity Coverage Ratio -Índice de Cobertura de Liquidez). Além disso, permite a utilização de instrumentos AT1 e AT2 para cumprir os requisitos do Pilar 2
 - o Insta as autoridades macroprudenciais nacionais a relaxarem as almofadas contracíclicos
- Além disso, o BCE e os outros grandes bancos centrais implementaram linhas de *swap* cambial para assegurar a liquidez internacional do dólar e do euro
- 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 suave 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.