

Nota Breve 14/07/2022

Mercados financeiros · BCE aumentará as taxas 11 anos depois, mas terá de convencer com uma nova ferramenta anti-fragmentação

Reunião de 21 de julho de 2022: o que esperamos

- Depois de mais de 11 anos sem o fazer, acreditamos que o BCE irá aumentar as taxas de juro oficiais na reunião da próxima semana. Embora alguns membros do Conselho do BCE tenham sido favoráveis a um aumento de 50 p.b., acreditamos que o aumento será de 25 p.b., tal como expresso na reunião de junho passado. A possível surpresa *hawkish* virá do lado da orientação futura (*forward guidance*) no caso de não se excluir um aumento de 75 p.b. na reunião de setembro (esperamos um aumento de 50 p.b. nessa reunião).
- O foco da reunião será também o anúncio (ou pistas, no caso de ainda não estarem disponíveis todos os detalhes) do instrumento anti-fragmentação com o qual o BCE pretende conter os aumentos especulativos dos prémios de risco periféricos. Existe ainda muita incerteza quanto à sua conceção, mas acreditamos que será um instrumento:
 - Que seria ativado em caso de instabilidade nos mercados financeiros (ao contrário da APP ou PEPP, que implicou a aquisição de ativos assim que estes foram anunciados);
 - condicionado a um desempenho sustentável da política fiscal;
 - e sem nenhum efeito sobre a base monetária no caso de ativação. O BCE seguramente realizará uma esterilização através dos seus passivos para evitar o aumento das reservas bancárias (por exemplo, oferecendo depósitos a prazo ao sector financeiro).
- O sucesso desta medida será fundamental para que o BCE possa implementar, minimizando os riscos de instabilidade financeira, o ciclo de subidas de taxas que pretende combater a elevada inflação da Zona Euro (em 8,6% em junho) e apoiar um euro que ontem mergulhou momentaneamente abaixo da paridade com o dólar (que, por sua vez, alimenta as pressões inflacionistas através de importações mais caras).

Condições económicas e financeiras recentes

- A atividade económica na área do euro está a abrandar, com os indicadores de sentimento em clara tendência descendente no 2T. Por exemplo, os PMI tanto para a indústria transformadora como para os serviços abrandaram (embora ainda estejam acima dos 50 pontos) e a confiança dos consumidores está claramente abaixo dos níveis observados no 1T 2022 ou em 2021 como um todo. Além disso, os riscos para o cenário estão claramente enviesados para o lado negativo, destacando-se uma inflação elevada, condições financeiras mais apertadas e dúvidas sobre a segurança energética da região. No entanto, acreditamos que as poupanças excedentárias, uma boa época turística e um mercado de trabalho muito dinâmico poderão evitar taxas de crescimento negativas do PIB nos trimestres centrais do ano.
- Por sua vez, a inflação mantém-se em níveis muito elevados e acreditamos que nem a global nem a inflação subjacente (que exclui a energia e os alimentos) atingiram ainda o seu pico. A manutenção dos preços elevados da energia, bem como os potenciais efeitos de segunda ordem, sugerem que a inflação permanecerá elevada durante bastante tempo e poderá não começar a diminuir até ao 4T. Esperamos que a inflação global e subjacente se situem acima de 7% e 3,5% em dezembro de 2022, respetivamente.
- Neste contexto de incerteza, os mercados financeiros relaxaram as suas expectativas relativamente ao ritmo de subida das taxas que o BCE irá realizar. Enquanto a €STR implícita no dia 15 de junho era de 2,2% em dezembro de 2023, os participantes no mercado monetário acreditam agora que o BCE não será capaz de levar a cabo um ciclo de subida de taxas tão agressivo e colocam a €STR em 1,4%. Este movimento também arrastou para baixo a rentabilidade da dívida soberana, com o *bund* agora em torno de 1,2%, depois de ter atingido um pico de 1,77% em junho. Os receios de uma recessão aumentaram consideravelmente entre os investidores, pesando no desempenho dos principais índices bolsistas das economias desenvolvidas (desde o final de maio, o S&P 500 e o Eurostoxx 50 caíram 8% e 9%, respetivamente).

Mensagens do BCE

- Durante este período entre reuniões, o evento principal teve lugar na Convenção de Sintra, onde alguns membros do Conselho do BCE falaram em público, incluindo a Presidente Lagarde. Na sua aparição, Lagarde explicou que a maior parte da elevada inflação observada até agora se deve a fatores externos (tais como a guerra na Ucrânia, estrangulamentos ou aumento da procura global). Segundo ela, uma parte mais pequena poderia ser atribuída, por enquanto, à maior procura de serviços, em particular os mais sensíveis ao contacto social. Olhando para os próximos meses, pormenorizou quais os elementos que afetariam a persistência desta inflação elevada: enquanto, por exemplo, a boa ancoragem das expectativas de inflação e o modesto desempenho do consumo privado (todavia em níveis pré-pandemia) apontam para uma moderação dos preços, a solidez do mercado de trabalho, a duração dos estrangulamentos e mesmo a aceleração da transição energética apontam para uma maior persistência de uma inflação elevada.
- Sobre a política monetária, Lagarde explicou que, sem ter ainda aumentado as taxas de juro, as condições financeiras na Zona Euro já se tinham endurecido e que aumentaria as taxas de juro tanto quanto fosse necessário para trazer a inflação de volta ao objetivo de 2%. Para este fim, explicou que é necessário que o instrumento anti-fragmentação seja efetivo e permita uma transmissão eficiente da política monetária a todos os Estados-membros (ou seja, que um aumento das taxas de juro oficiais seja transmitido de forma homogênea a todos os países, mantendo os prémios de risco praticamente inalterados).
- O presidente do Bundesbank, Joachim Nagel, também expressou a sua opinião sobre este instrumento, propondo condições um pouco mais estritas para a sua implementação. Especificamente, comentou que seria positivo se o instrumento só pudesse ser ativado quando os prémios de risco aumentassem injustificadamente, refletindo uma reação excessiva dos mercados financeiros, e que deveria ser de natureza temporária, com compras esterilizadas e condicionalidade suficiente para evitar o risco moral das políticas fiscais dos Estados-membros.

Perspetivas do BCE a médio prazo

- Acreditamos que para além da reunião de setembro, quando a taxa de juro da facilidade de depósito (*depo*) se situar em 0,25%, o BCE aumentará em 25 p.b. em cada reunião até março para levar a *depo* até 1,25%. No entanto, se a inflação não mostrar sinais de moderação na segunda metade de 2022, acreditamos que o BCE poderá aumentar as taxas de forma mais agressiva (por exemplo, em 50 p.b.) ou realizar subidas para além do 1T 2023. Por outro lado, se a economia da Zona Euro sofrer um abrandamento muito acentuado ou mesmo uma recessão, o BCE poderá abrandar este processo de subida de taxas.
- Relativamente aos programas de compras, acreditamos que o BCE continuará ativo nos mercados de dívida soberana através de reinvestimentos na maturidade dos ativos adquiridos através do APP e do PEPP. Além disso, tal como anunciado na reunião de emergência de junho passado, os vencimentos do PEPP serão reinvestidos de forma flexível entre países, a fim de evitar picos indesejados nos prémios de risco. Assim, é provável que parte dos quase 20.000 milhões de euros que vencem todos os meses ao abrigo deste programa sejam desviados para a compra de dívida de países da periferia da Zona Euro.

Indicadores de condições financeiras

Taxas de juro da dívida soberana alemã



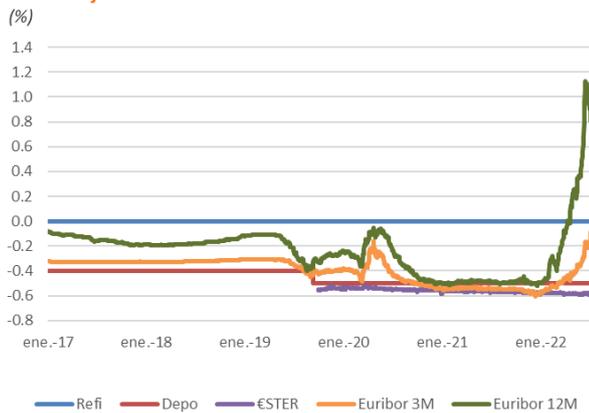
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Prémios de risco soberanos



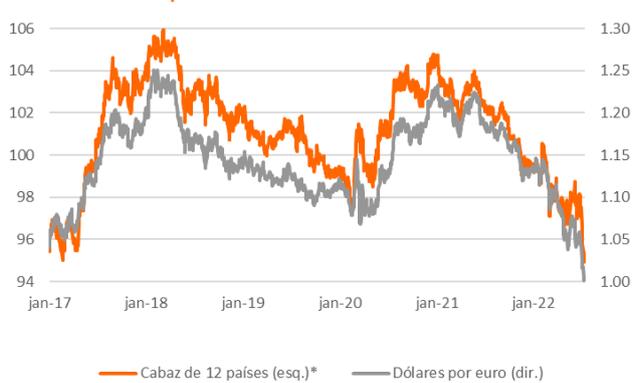
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Taxas de juro interbancárias



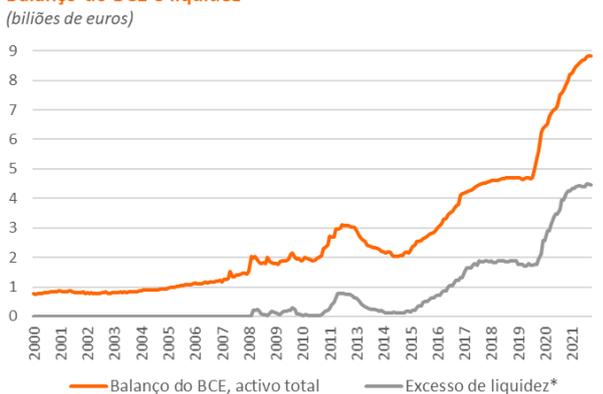
Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Taxas de câmbio para a Zona Euro



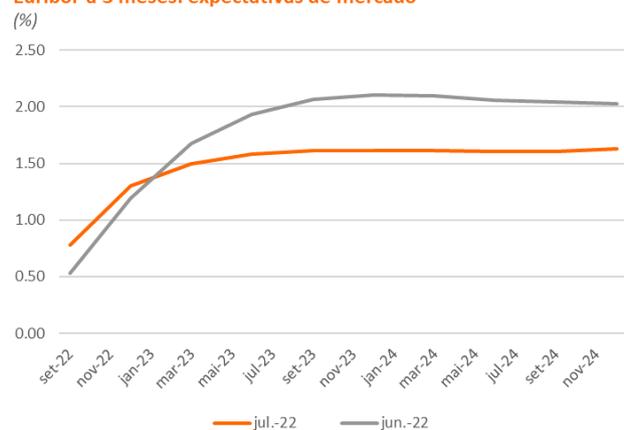
Nota: *Taxa de câmbio nominal efectiva face a 12 divisas (100 = 1T 1999).
 Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

Balanço do BCE e liquidez



Nota: *Depósitos na facilidade de depósitos mais excesso de reservas menos utilização da facilidade marginal de crédito.
 Fonte: BPI Research, a partir de dados do BCE.

Euribor a 3 meses: expectativas de mercado*

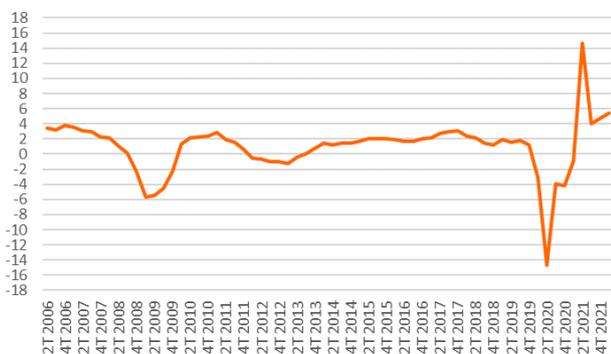


Nota: *Futuros da euribor a 3 meses.
 Fonte: BPI Research, a partir de dados da Bloomberg.

Indicadores de condições económicas

Zona Euro: PIB

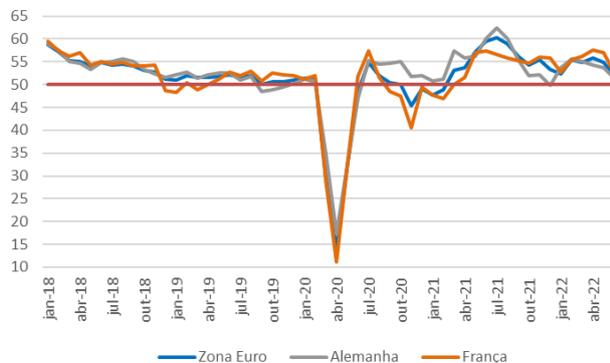
Variação homóloga (%)



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

Zona Euro: Indicador de atividade PMI composto

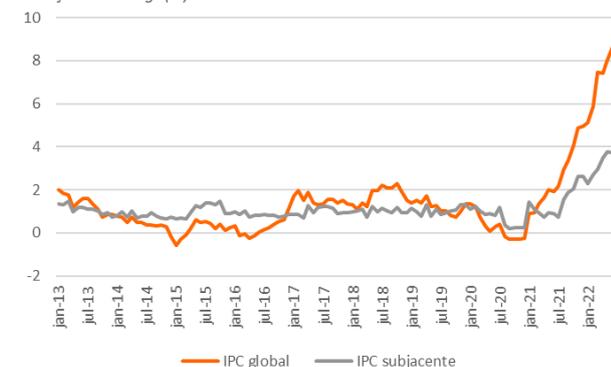
Nível



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

Zona Euro: IPC harmonizado

Variação homóloga (%)



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

Expectativas do mercado para a inflação da Zona Euro

Forward de inflação a 5 anos em 5 anos (%)



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

Previsões macroeconómicas em junho de 2022

	2021	2022	2023	2024
Crescimento do PIB	5,4	2,8 (3,7)	2,1 (2,8)	2,1 (1,6)
Inflação global	2,6	6,8 (5,1)	3,5 (2,1)	2,1 (1,9)
Inflação subjacente	1,3	3,3 (2,5)	2,8 (1,8)	2,3 (1,9)
Remuneração por trabalhador	4,1	4,2 (3,6)	4,3 (3,4)	3,7 (2,9)

Nota: Cenário central do BCE. Entre parênteses, projeções anteriores (março de 2022).

BPI Research, 2022

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.