

INFLAÇÃO NA ZONA EURO: PARA ONDE OLHAR?

□ Dados apontam para estabilização no curto-prazo e aceleração mais à frente

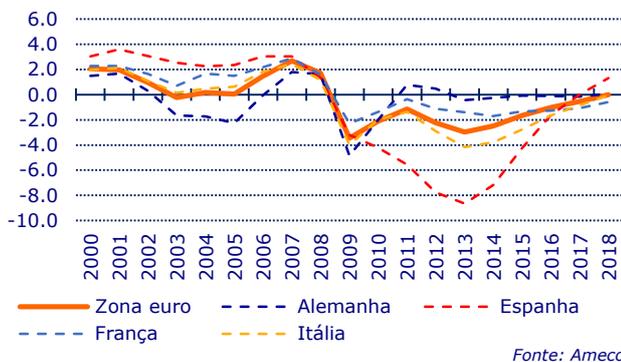
À discussão em torno da retirada gradual das medidas de cariz não convencional, acresce agora a discussão quanto a uma possível antecipação do momento em que o BCE decidirá alterar as taxas de juro de referência, com destaque para a taxa marginal de depósitos (-0.4%). Este é actualmente o custo que os bancos têm de suportar para parquear os seus fundos junto do banco central, pelo que a sua alteração (subida) poderá ser um passo adicional no sentido da normalização da política monetária, retirando alguma pressão sobre os custos dos bancos e, em simultâneo, sinalizaria um passo adicional no sentido de normalidade, ou seja, seria um reflexo dos efeitos já produzidos pelas medidas de política monetária ultra-expansionistas actualmente em vigor. Assim, o BCE poderá decidir alterar a taxa de juro dos depósitos, reduzindo o diferencial face à taxa principal de referência, actualmente em 0.0%. Actualmente, este diferencial é de -40 pontos percentuais (p.p.) no caso da taxa dos depósitos e de 25 p.p. no caso da taxa de cedência de fundos. A probabilidade atribuída pelos participantes nos mercados financeiros a que este movimento se verifique na segunda metade de 2018 situa-se em torno de 40%, revelando ainda um elevado grau de incerteza quanto à sua concretização.

Por detrás desta alteração de expectativas quanto ao andamento da política monetária do BCE está a aceleração da taxa de inflação desde finais de 2016, a evolução das expectativas inflacionistas e a avaliação mais positiva do seu comportamento pelo Banco Central Europeu. Nos últimos 12 meses, a taxa de inflação passou de níveis em torno de 0.0% para níveis próximos de 2.0%, reflexo da subida do preço dos bens energéticos e efeitos estatísticos relacionados com a debilidade do comportamento dos preços nos primeiros meses de 2016, mas o comportamento da inflação subjacente, que se apresenta razoavelmente ancorada em torno de 0.9%, sugere que a pressão sobre outras classes de bens/serviços continua contida. **O que explica este comportamento e o que esperar no horizonte dos próximos dois anos?**

Com base na análise do comportamento de alguns indicadores, é razoável admitir que a aceleração do ritmo de crescimento dos preços ocorrerá de forma gradual, mas que tenderá a reforçar-se no médio prazo, na medida em que se observam **melhorias no andamento da procura global** e porque algumas componentes da remuneração dos trabalhadores sugerem a possibilidade de **maior crescimento salarial no médio prazo**.

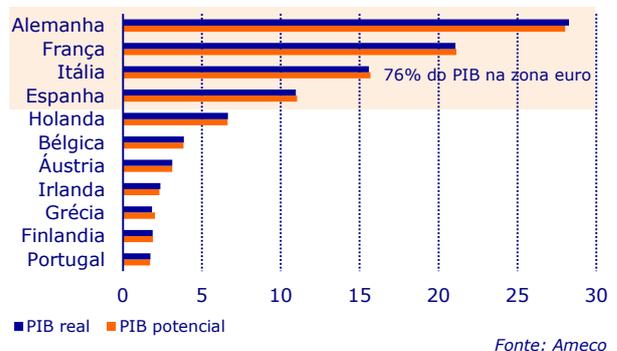
Zona euro: Diferença entre o PIB real e potencial

(% do PIB potencial a preços constantes)



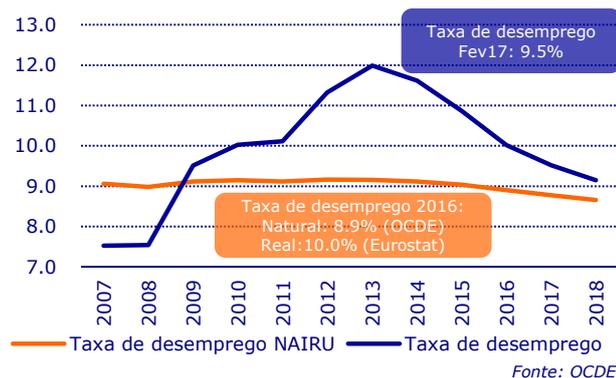
Zona euro: Peso dos vários países no PIB

(% do PIB a preços constantes)



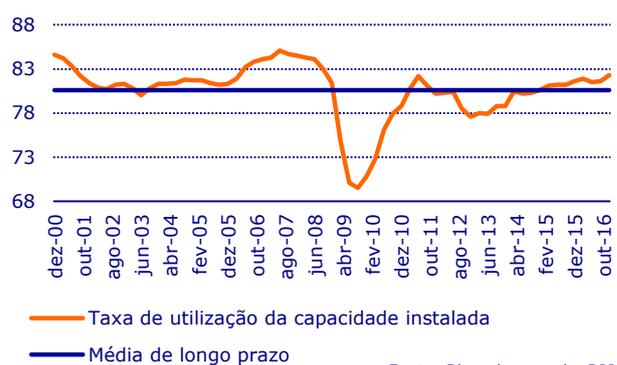
Zona euro: Taxa de desemprego e desemprego natural

(% da força de trabalho)



Zona euro: Taxa de utilização da capacidade instalada

(%)



TEMAS EM DESTAQUE

INFLAÇÃO NA ZONA EURO: PARA ONDE OLHAR? (cont.)

De acordo com a informação disponibilizada pela Comissão Europeia – que será actualizada nos próximos meses, possivelmente no sentido de uma retoma mais célere - o desvio negativo do crescimento do PIB face ao crescimento potencial na zona euro só se anulará em 2018, pelo que as pressões inflacionistas se deverão manter contidas até lá. No mesmo sentido aponta o desvio entre a taxa de desemprego natural calculada pela OCDE e as expectativas de evolução da taxa de desemprego real. Mas o comportamento recente de alguns indicadores sugere o encerramento dos desvios negativos ainda existentes: a taxa de utilização da capacidade instalada está acima da média de longo prazo e as respostas aos inquéritos PMI realizados nos sectores das manufacturas e dos serviços encontram-se em níveis claramente indicativos de aceleração do ritmo de produção sugerindo aumento da utilização da capacidade instalada, redução do desemprego e maior capacidade de passar os custos de produção para o preço final.

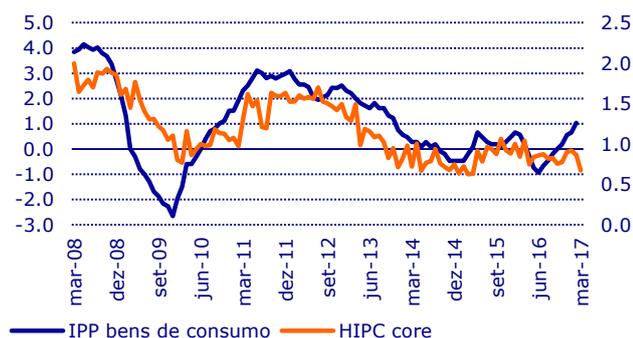
□ Procura global mais forte

A Comissão Europeia estima que o diferencial entre o crescimento potencial e real é positivo no Reino Unido e nos EUA desde 2015, gerando pressões sobre a procura global, na medida em que estas duas economias representam cerca de 30% do PIB mundial – o que tende a traduzir-se em maior capacidade das empresas aumentarem preços. Este cenário está reflectido nas respostas quanto ao comportamento dos preços dos *inputs* e preços de venda da produção obtidas nos inquéritos aos responsáveis pelas compras das empresas industriais ou prestadoras de serviços. Embora não tenhamos acesso às séries relativas às componentes que avaliam os preços, o comunicado que acompanhou a publicação dos indicadores relativos a Março indica que **no primeiro trimestre de 2017, os preços dos *inputs* e dos *outputs* registaram o ritmo de crescimento mais forte observado desde o primeiro semestre de 2011**. No mesmo sentido aponta a referência de existência de sinais de subida dos salários, associados ao **encolhimento da folga no mercado de trabalho** em algumas economias do euro, bem como à presença de pressões sobre os preços associadas a desequilíbrios entre procura e oferta. Com base nos indicadores a que temos acesso, **verifica-se de facto a existência de factores de suporte a uma evolução mais benigna da inflação**, ou seja, um retorno mais rápido a níveis históricos considerados de equilíbrio nos principais blocos económicos. Destes, refere-se o comportamento dos preços de produção de bens de consumo, dada a sua forte correlação com a taxa de inflação *core* e o comportamento das remunerações. Graficamente, é mais evidente a possibilidade de maior pressão sobre os preços no consumidor por via do aumento dos preços na produção do que por via de aumento das remunerações, mas algumas negociações salariais acordadas já este ano poderão alterar o comportamento observado até agora.

□ Salários

Zona euro: inflação *core* e IPP bens de consumo

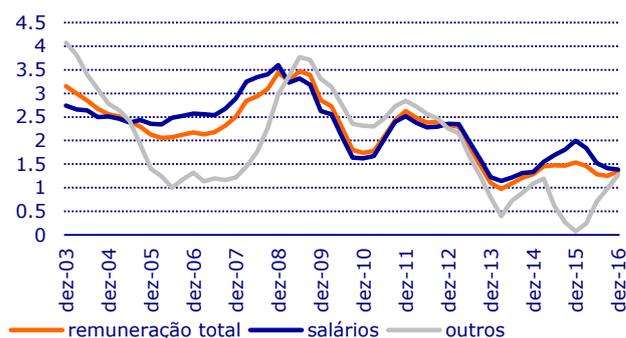
(yoy %)



Fonte: Eurostat, calc. BPI

Custos laborais zona euro: comportamento das componentes

(média anual %)



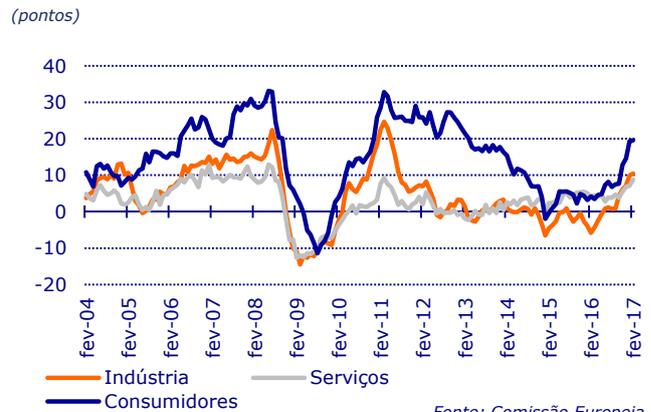
Fonte: Eurostat, calc. BPI

Em termos médios anuais, os salários continuam a crescer a ritmos consideravelmente inferiores aos observados até 2008, o que em grande parte reflectirá, para além da folga no mercado de trabalho, a realização de reformas estruturais no mercado de trabalho em algumas das economias do euro, e que se reflectem actualmente em crescimento mais moderado dos salários (crescimento em torno de 1.5% actualmente *versus* crescimento superiores a 3% em 2008). Contudo, para aferir qual a tendência que se poderá verificar nas remunerações dos trabalhadores, será interessante avaliar e acompanhar o comportamento dos outros custos para além de salários, os quais para além das contribuições que os empregadores fazem para a Segurança Social - provavelmente relativamente estáveis ao longo dos anos - terão em conta, por exemplo, o pagamento de horas extras trabalhadas, podendo por isso ser um indicador razoável para aferir eventuais pressões no mercado laboral com impacto futuro nos salários totais dos trabalhadores. E de facto, o comportamento recente desta componente sugere a possibilidade de formação de alguma pressão sobre os salários nos próximos trimestres, potencialmente geradores de maior pressão sobre um leque mais alargado de preços. Também vale a pena ter presente a realização, no primeiro trimestre de

INFLAÇÃO NA ZONA EURO: PARA ONDE OLHAR? (cont.)

Expectativas inflacionistas implícitas no *inflation swap* 5 anos

Zona euro: Expectativas de evolução dos preços implícitas nos indicadores de sentimento



2017, de algumas renegociações salariais em alguns países e sectores que se poderão estender a outros países/sectores e que poderão reflectir-se em aumentos salariais mais significativos no médio prazo. Exemplos disto são os acordos salariais na Lufthansa de aumento dos salários dos pilotos em 8.7%, com efeitos retroactivos a 2016; o acordo inclui a atribuição de um bónus único de 5-6 mil euros, este último com impacto nos outros custos salariais; também na Alemanha, o sector público acordou o aumento de 2% em 2017 e 2018 para 800 mil trabalhadores; em Itália o sector segurador acordou aumentos salariais de 5% até 2019, abarcando 48 mil trabalhadores; em Portugal, a reposição salarial na função pública reflectiu-se no aumento de 2.9% yoy em Outubro no ganho médio mensal para mais de 660 mil trabalhadores, de acordo com informação disponível no site da DGEAP.

No mesmo sentido apontam os indicadores que medem as expectativas inflacionistas, que mais recentemente apresentam fortes movimentos de aceleração, antecipando a colocação da taxa de inflação em níveis mais próximos dos desejados pelo BCE no médio prazo.

□ Inflação com tendência de normalização

Resumidamente, **a informação referida sugere que a inflação poderá acelerar no médio prazo e que a inflação subjacente poderá, em breve, apresentar também uma tendência de subida**, sobretudo se se confirmar a expectativa de anulação da folga no mercado de trabalho com potenciais pressões no comportamento dos salários. No entanto, este será provavelmente um movimento contido, dada a permanência de factores de incerteza, que se traduzirão em comportamentos cautelosos no que se refere à contratação. A permanência da taxa de inflação global e, sobretudo subjacente – nas declarações que acompanharam a última reunião de política monetária do BCE, Mario Draghi referiu a necessidade de se observar aceleração do IPC subjacente de forma a que haja uma alteração de política monetária – em níveis confortavelmente inferiores a 2%, dará suporte ao BCE à manutenção da actual política até que os riscos se dissipem, possivelmente depois da concretização dos vários calendários eleitorais, dos quais se destaca o francês. Depois disso, e caso os riscos se diluam da melhor forma, **poderá ser mais difícil ao BCE não anunciar, de alguma forma, alterações na sua política, as quais passarão pela redução do montante de compras de activos de longo prazo, possivelmente a partir do início de 2018; a alteração dos níveis das taxas deverá ocorrer mais tarde, ainda que se possa verificar a subida da taxa marginal de depósitos antes que as outras taxas de referência se alterem.** Quanto à taxa principal de refinanciamento, consideramos mais provável que o ciclo de subida não se inicie antes de 2019, depois de terminado o programa de compra de activos de longo prazo. As previsões do BCE dão suporte a tal cenário.

Previsões do BCE para o PIB e Inflação

	IPCH			IPC core			PIB		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018	2016	2017	2018
mar-15	1.5	1.8		1.3	1.7		1.9	2.1	
jun-15	1.5	1.8		1.4	1.7		1.9	2	
set-15	1.1	1.7		1.4	1.6		1.7	1.8	
dez-15	1	1.6		1.3	1.6		1.7	1.9	
mar-16	0.1	1.3	1.6	1.1	1.3	1.6	1.4	1.7	1.8
jun-16	0.2	1.3	1.6	1	1.2	1.5	1.6	1.7	1.7
set-16	0.2	1.2	1.6	0.9	1.3	1.5	1.7	1.6	1.6
dez-16	0.2	1.3	1.5	0.9	1.1	1.4	1.7	1.7	1.6
mar-17	0.2	1.7	1.6	0.9	1.1	1.4	1.7	1.8	1.7

Fonte: BCE