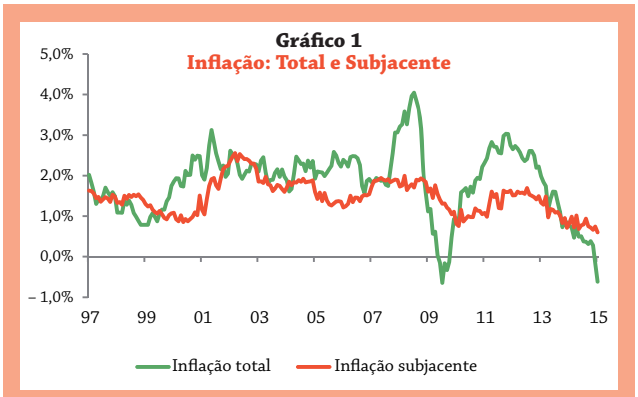
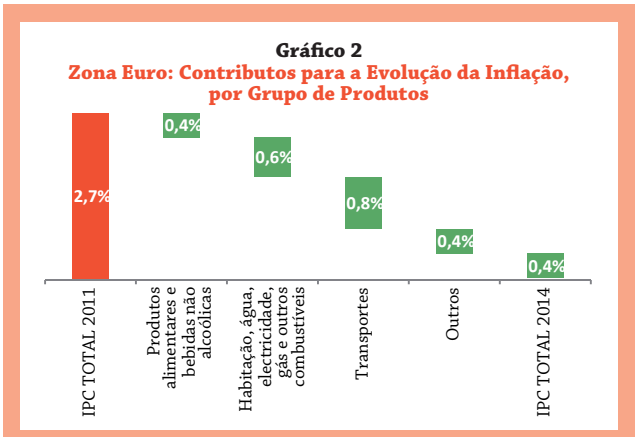
Dinâmicas de Inflação e o BCE

No momento em que o BCE inicia um ambicioso e agressivo programa de aquisição de activos financeiros, em especial dívida pública, importa analisar, com algum detalhe, as dinâmicas de inflação, que estão subjacentes à sua adopção e implementação.



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg e Santander Totta Economic Research

O BCE, de acordo com o artigo 127(1) do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia e com o artigo 2.º dos seus estatutos, tem como objectivo primeiro a estabilidade dos preços. A interpretação que o Conselho de Governadores faz deste objectivo é de que a inflação, num horizonte de médio prazo (isto é, de 2 a 5 anos) se situe "próximo, mas abaixo de 2,0%".

No último ano, a inflação tem desacelerado de forma bastante pronunciada, para registar uma taxa média de 0,4% em 2014, e com o BCE a prever que, em 2015, e em média, se situe em 0,0%, isto sem prejuízo de nos primeiros meses de 2015, e em linha com o observado no final de 2014, já estar em terreno negativo. Contudo, isso não consubstancia, por si só, uma situação de deflação.

Tecnicamente falando, deflação é um estado que se caracteriza por uma descida generalizada dos preços (isto é, de todos os preços), num contexto de debilidade da procura e com expectativas generalizadas de que os preços continuem a cair, o que levaria as famílias (e demais agentes económicos) a adiarem as suas despesas, antecipando poder adquirir os bens e serviços por um preço mais baixo num futuro próximo.

À partida, apesar da inflação negativa, não se pode falar de um contexto deflacionário, seja desde logo porque nem todos os preços estão em queda. Com efeito, se excluída a evolução dos preços da alimentação e energia, os preços estão ainda em terreno positivo, ainda que a desacelerar (Gráficos 1 e 2).

A descida dos preços da energia é, assim, um dos principais factores a contribuírem para a forte desaceleração da inflação. O preço do petróleo, actualmente em redor de 60 dólares por barril, está a cair cerca de 43% face ao mesmo período do ano passado, tendo um efeito sobre a inflação de aproximadamente – 0,4pp (directamente, via preços dos combustíveis, e

Rui Constantino
Economista-Chefe do Banco Santander Totta

Copyright © 2015 by IFB/APB, Lisbon

> "A descida dos preços da energia é, assim, um dos principais factores a contribuírem para a forte desaceleração da inflação."

indirectamente, via preços dos transportes). No entanto, e face aos mínimos de 45 dólares por barril observados no início deste ano, o preço do petróleo já subiu cerca de 32%, o que tem um efeito de subida sobre a evolução mensal dos preços. Por exemplo, se os preços estabilizassem, o efeito sobre a inflação dissipar-se-ia ao final de um ano.

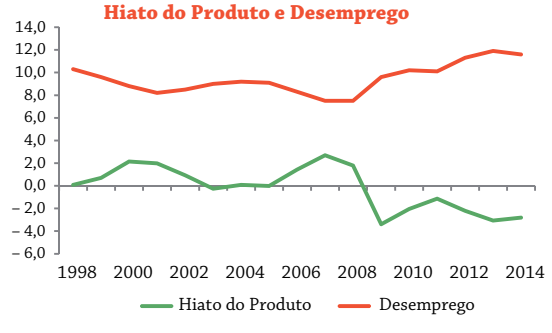
Dois outros factores têm impactos menos perceptíveis, no imediato, mas igualmente de forma mais estrutural. O primeiro prende-se com a folga da economia. Após a Grande Recessão, na sequência da crise financeira e soberana, a economia europeia tem estado a operar abaixo dos níveis consistentes com a plena utilização dos recursos. A Comissão Europeia estima, nas previsões da Primavera, que o hiato do produto seja de cerca de – 2,8pp do PIB potencial. Para corrigir este hiato, é necessário que a economia cresça acima do potencial, e enquanto isso não acontecer, a subutilização de recursos pode manter uma pressão desinflacionista sobre alguns produtos e/ou serviços.

O segundo destes factores tem que ver com as reformas estruturais que estão em curso na generalidade das economias europeias, tenham estado ou não sob programas de assistência económica e financeira. Na sequência da Grande Recessão, as empresas iniciaram processos de reestruturação, para recuperar a competitividade e aumentar a sua produtividade. Isso produz choques do lado da oferta, através dos quais é possível produzir produtos e serviços a um custo mais baixo, o qual se reflectirá nos preços no consumidor. Este factor conduz a um processo desinflacionista positivo.

No entanto, e numa conjuntura como a actual, pode não ser imediatamente perceptível quais destes factores são dominantes. Por exemplo, o hiato do produto é elevado e o consumo privado tem recuperado de forma muito gradual, devido também ao elevado desemprego (Gráficos 3 e 4).

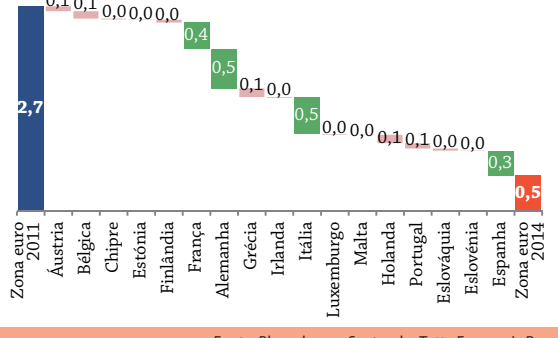
Por este motivo, a actuação do Banco Central Europeu visa mais influenciar a dinâmica das expectativas de inflação, as quais se têm vindo a reduzir nos últimos meses. Ou seja, a inflação observada pode flutuar, por oscilações dos preços da energia, por exemplo, mas se as expectativas de inflação de médio prazo permanecerem ancoradas em redor do objectivo do BCE, este tenderá a não agir. Como as expectativas se têm vindo a reduzir, o BCE procura travar que isso possa resultar em eventuais pressões deflacionistas (Gráficos 5 e 6).

Gráfico 3
Hiato do Produto e Desemprego



Fonte: Base AMECO

Gráfico 4
Dinâmica de Inflação por País

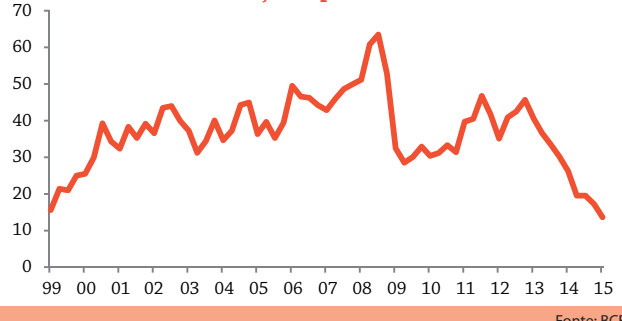


Fonte: Bloomberg e Santander Totta Economic Research

Gráfico 5
Expectativas de Inflação

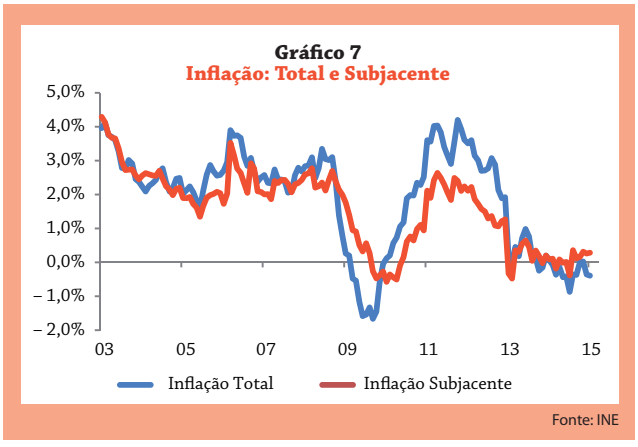
Fonte: BCE

Gráfico 6
Probabilidade Inflação Superior a 2% dentro 2 Anos

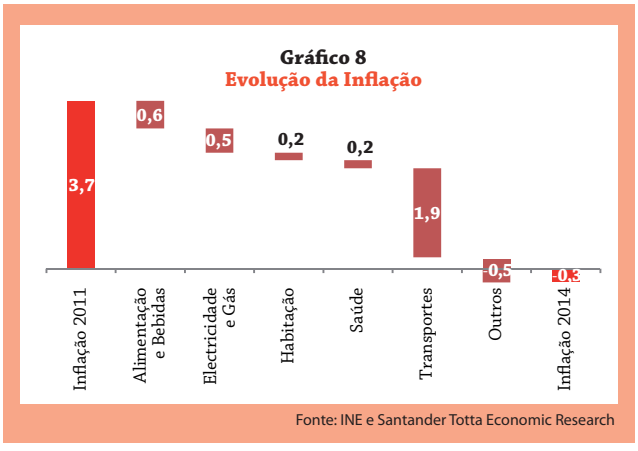


Fonte: BCE

Copyright © 2015 by IFB/APB, Lisbon



Fonte: INE

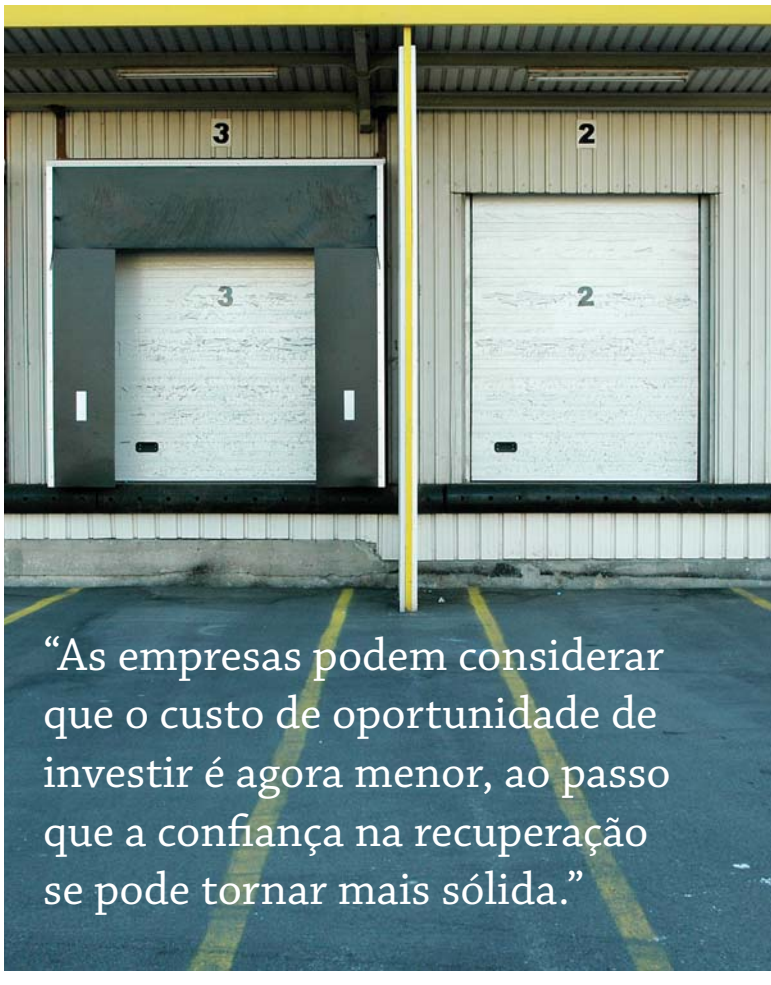


Fonte: INE e Santander Totta Economic Research

Ao iniciar o seu programa de aquisição de activos financeiros, o BCE pretende apoiar a recuperação da actividade económica e, assim, combater esses riscos. Por um lado, ao descer as taxas de juro da dívida pública, há um efeito de contágio aos demais activos, sendo já visível uma descida dos *spreads* de crédito. As empresas podem considerar que o custo de oportunidade de investir é agora menor, ao passo que a confiança na recuperação se pode tornar mais sólida. Por outro lado, e indirectamente, ao aumentar a liquidez na economia, o BCE reduz o preço relativo dos activos denominados em euros face aos denominados noutras moedas. De uma forma mais simples, induz uma depreciação do euro, que gera dois efeitos: aumenta a competitividade preço das exportações europeias; e ao aumentar o preço das importações, contribui para uma subida da inflação.

Há ainda um efeito adicional: a descida das taxas de juro soberanas num quadro de baixo crescimento ajuda no processo de estabilização dos já elevados rácios da dívida pública em relação ao PIB.

Em Portugal, a dinâmica de inflação não tem sido muito diferente da da Europa, em tendência, embora com uma maior desaceleração mais cedo, também associada ao processo de ajustamento que se iniciou em 2011 e que se materializou numa descida dos custos unitários do trabalho. Tal como na zona euro, embora a inflação total seja já negativa há alguns meses, a inflação subjacente tem permanecido em terreno positivo. Avaliando os contributos por grandes grupos de bens para a evolução da inflação entre 2011 e 2014, verifica-se que foi o grupo dos transportes aquele que teve o maior contributo para a descida dos preços no consumidor, em linha com a evolução dos preços da energia (Gráficos 7 e 8).



"As empresas podem considerar que o custo de oportunidade de investir é agora menor, ao passo que a confiança na recuperação se pode tornar mais sólida."

Em conclusão, a inflação na zona euro convergiu para níveis mínimos, fruto da descida dos preços da energia, mas também de um processo de reestruturação empresarial que, a prazo, aumentará a produtividade e o potencial de crescimento económico. No entanto, no mais curto prazo, e quando a recuperação económica não está ainda totalmente sustentada, a descida da inflação tem-se reflectido numa descida das expectativas quanto à evolução futura dos preços. O plano de aquisição de dívida pública agora iniciado pelo BCE tem o duplo objectivo de apoiar a recuperação da economia europeia e restabelecer expectativas de que, a médio prazo, a evolução dos preços esteja em linha com o objectivo de médio prazo. Essa é também a referência temporal para a duração do programa: até que as expectativas estejam alinhadas, sendo que decorrerá pelo menos até Setembro de 2016.

Isso coloca um desafio adicional: a gestão do sector bancário num contexto de taxas de juro baixas, ao longo de todo o espectro de maturidades da curva de rendimentos. ■

Texto escrito segundo a antiga ortografia.

Copyright © 2015 by IFB/APB, Lisbon