

## A inflação vai baixar? As grandes tendências para 2023

Diz o ditado que mais vale mau conhecido que bom por conhecer, mas a inflação constitui talvez um caso especial. Velha conhecida dos economistas, não apresentava números como os de 2022 desde os inícios de 1980. Por outras palavras, até 2021, quase 45% da população europeia nunca tinha vivido com inflações tão altas e apenas 30% as tinha visto em idade adulta. De facto, na última década a inflação suscitava preocupações devido à sua debilidade. Porém, após a pandemia e a invasão da Ucrânia, recuperou rapidamente o terreno perdido: se no final de 2019 o índice de preços da zona Euro (IHPC) era 7% inferior ao que deveria ter sido de acordo com a inflação objetivo de 2%,<sup>1</sup> o forte crescimento dos preços fechou essa brecha. O que vai acontecer em 2023?

### O Big Bang da inflação

As forças que fizeram descolar a inflação são globais, bastante imprevisíveis e exógenas. Em primeiro lugar, a pandemia causou grandes desajustes entre a procura e a oferta ao provocar perturbações na cadeia de abastecimento global, bloquear o consumo de serviços e redirecionar uma parte significativa da procura para os bens. Assim, surgiram estrangulamentos e a inflação começou a acelerar, impulsionada pelos bens, pelo aumento do preço dos alimentos e pelo efeito de bumerangue dos preços da energia (que tinham inicialmente caído com o início da pandemia). Mais tarde, a reabertura total suscitou igualmente um aumento dos preços dos serviços, à medida que estes normalizavam a sua atividade.

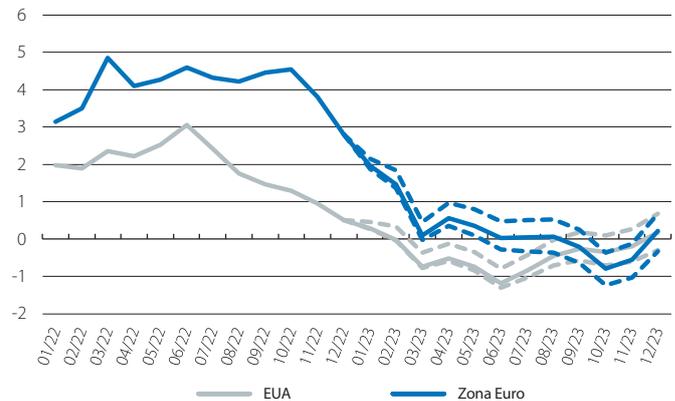
Os desajustes entre a oferta e a procura provocados pela pandemia deveriam ter um efeito transitório na inflação e, na ausência de efeitos de segunda ordem, desaparecer com a normalização das economias. De facto, os estrangulamentos têm vindo a diminuir e, de acordo com vários indicadores, encontram-se em níveis de relativa pouca pressão desde o outono de 2022 e contribuirão para travar a inflação em 2023, ainda que seja difícil precisar a que velocidade (a transmissão entre estrangulamentos e preços ao consumidor foi rápida em 2021, mas os dados históricos sugerem que poderão ocorrer atrasos até um ano).<sup>2</sup>

Antes que esta normalização se pudesse materializar, a invasão da Ucrânia acrescentou mais combustível à inflação, colocando uma pressão inusitada nos preços da energia e acentuando o aumento do preço dos alimentos.<sup>3</sup> Os movimentos foram tão virulentos (a energia chegou a aumentar mais de 40% em relação ao período homólogo nas principais economias desenvolvidas) que, através desta pressão nos custos de produção, o aumento dos preços da energia filtrou-se para uma grande parte do cabaz de consumo: por exemplo, na Zona Euro, estima-se que as componentes «sensíveis à energia» tenham acrescentado mais de 2 p. p. à inflação dos serviços e quase 3 p. p. à inflação dos bens (aproximadamente 50% da inflação em ambos os casos).<sup>4</sup>

Contudo, a virulência de 2022 terá, quase mecanicamente, um efeito em baixa em 2023. Por um lado, deve ter-se em conta que, em 2022 no seu conjunto, o petróleo e o gás, dois dos principais determinantes dos preços da energia, aumentaram 60% (Brent) e 180% (TTF). Uma repetição destes números em 2023 significaria preços extremamente pressionados: o petróleo nos 130 dólares e o gás nos 320 €/MWh. Mas a dinâmica dos últimos meses foi a oposta: os preços estabilizaram e as previsões (tanto dos analistas como dos futuros do mercado) sugerem que permanecerão em níveis mais baixos do que em 2022. Assim, na ausência de cenários extremos, a forte contribuição direta e positiva da energia deveria diluir-se rapidamente (ver o primeiro gráfico).<sup>5</sup> Por outro lado, os alimentos estão a ser afetados por efeitos de segunda ordem (o aumento dos próprios alimentos, a energia e outros fatores de produção) e as projeções não apontam para uma moderação antes de meados ou finais de 2023.<sup>6</sup>

Por último, tanto a pandemia como a invasão russa motivaram a ativação de ajudas fiscais para amortecer o impacto das crises nos rendimentos das famílias. Na pandemia, as medidas foram especialmente contundentes nos EUA e estima-se que tenham contribuído significativamente para a subida da inflação,<sup>7</sup> ao passo que na Europa se destacaram as ajudas contra a crise energética:

**Energia: contribuição para a inflação geral (p. p.)**



**Notas:** A partir de janeiro de 2023, as linhas sólidas mostram a contribuição da componente energética estimada de acordo com as nossas previsões dos preços do petróleo e do gás. As linhas descontinuas correspondem a um cenário mais severo (linha superior, com preços do gás parecidos aos de outubro de 2022 e o petróleo a acelerar até os 110 dólares) e favorável (linha inferior, com preços do gás de acordo com os futuros de janeiro de 2023 e o petróleo em torno de 75 dólares).  
**Fonte:** BPI Research, estimativas próprias com base em dados do Eurostat, do Bureau of Labor Statistics e da Bloomberg.

1. Ou seja, se desde o início de 2013 (quando a debilidade sustentada da inflação começou) os preços tivessem aumentado 2% ao ano.

2. Ver Celasun, O. et al. (2022). «Supply Bottlenecks: Where, Why, How Much, and What Next?». Fundo Monetário Internacional.

3. Ver o Focus «O impacto do aumento do preço das matérias-primas agrícolas nos países emergentes e de baixos rendimentos» no IM12/2022.

4. Ver Lane, P. (2022). «Inflation Diagnostics». The ECB Blog.

5. O gráfico projeta a contribuição da inflação energética em 2023 com base na sua relação histórica com os preços do petróleo e do gás. Consideramos três cenários: (i) as nossas próprias previsões energéticas, (ii) preços pressionados (gás aos níveis de outubro de 2022 e petróleo a acelerar para os 110 dólares) e (iii) preços relaxados (gás de acordo com os futuros de janeiro de 2023 e petróleo em torno de 75 dólares).

6. BCE (2022). Projeções macroeconómicas de dezembro de 2022.

7. Ver De Soyres, F., Santacreu, A. M. e Young, H. (2022). «Fiscal policy and excess inflation during Covid-19: a cross-country view». FEDS Notes. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, 15 de julho de 2022.

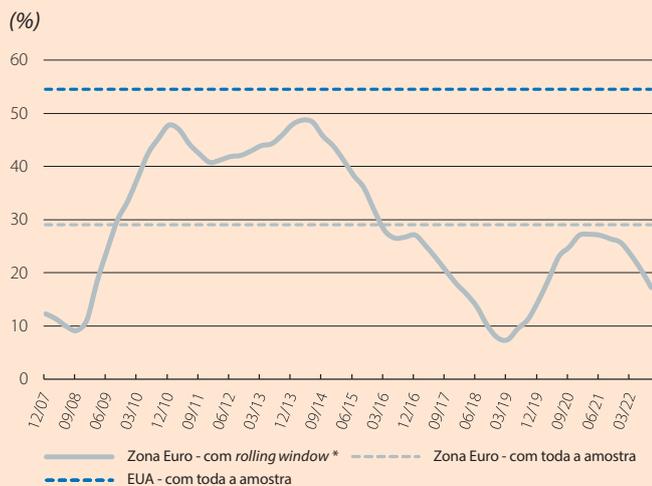
estima-se que tenham travado a inflação em pouco mais de 1 p. p. em 2022 e que continuem a subtrair 0,5 p. p. em 2023 (por conseguinte, a sua retirada em 2024 tenderá a aumentar os preços através de um efeito de base).<sup>8</sup>

### Os efeitos de segunda ordem através dos salários

Este ano, além disso, os bancos centrais terão o olhar posto num dos principais determinantes da inflação a médio prazo: os salários. Em teoria, os aumentos salariais superiores ao aumento da produtividade geram inflação devido aos custos mais elevados que as empresas têm de suportar. Do mesmo modo, os aumentos salariais a taxas dinâmicas estimulam a procura agregada de bens e serviços, o que, por sua vez, tende a exercer pressão sobre os preços. Os dados de 2022 mostraram como a evolução salarial nos EUA foi muito dinâmica, com aumentos homólogos superiores a 5%, enquanto na Zona Euro estas taxas se situaram em níveis não muito superiores à média histórica (2,4%).

Nos EUA, se bem que possa ser demasiado cedo para o afirmar, já se iniciou uma ligeira tendência decrescente dos salários, pelo que não é provável que os efeitos de segunda ordem sejam um problema em 2023. Na Zona Euro, o crescimento dos salários apresenta-se com taxas baixas, mas que estão gradualmente a aumentar. Afigura-se plausível que, juntamente com as pressões no mercado de trabalho para minimizar a perda de poder de compra, em 2023 se observem aumentos salariais superiores ao habitual. Para quantificar o impacto que os salários poderão ter na inflação nos próximos trimestres, identificamos as componentes do cabaz essencial que têm sido historicamente sensíveis aos aumentos salariais: 30% na Zona Euro e mais de 50% nos EUA.<sup>9</sup>

### Cabaz essencial sensível aos salários



**Notas:** Consideramos que uma componente é sensível aos salários se, na regressão dos mínimos quadrados ordinários da sua evolução de preços face aos salários atuais e o seu lag, algum dos coeficientes for positivo e significativo a 95%. Para a Zona Euro, utilizamos a amostra de 2001 a 2019 e para os EUA, de 2012 a 2019. \*Em vez de utilizarmos toda a amostra, fazemos a mesma regressão com uma amostra de cinco anos que vamos movendo no tempo (rolling window), permitindo assim que uma componente seja sensível à inflação em alguns períodos, e noutros não.

**Fonte:** BPI Research, com base em dados do Eurostat e do Bureau of Labor Statistics.

Em síntese, estas perspetivas de moderação da inflação em 2023 até um nível inferior a 4% no final do ano na Zona Euro e nos EUA, apoiam a nossa visão de que o ciclo de subida de taxas pelos bancos centrais deveria terminar antes deste verão (de facto, antes da primavera no caso da Fed). Contudo, tanto a Fed como o BCE vão querer manter uma posição restritiva durante algum tempo para assegurar o regresso ao objetivo de 2%, uma tarefa que não será fácil devido à inércia que a inflação de base parece suscetível de manifestar.

8. BCE, *op. cit.*

9. Especificamente, estimamos uma regressão pelo método dos mínimos quadrados ordinários de cada componente da inflação de base (excluindo energia e alimentos) contra os salários atuais e de um trimestre anterior. Consideramos que uma componente é sensível aos salários se algum dos coeficientes dos salários ou o seu lag for positivo e significativo a 95%.

10. Em vez de utilizarmos toda a amostra (de 2001 a 2019), fazemos a mesma regressão com uma amostra de cinco anos que vamos movendo no tempo (rolling window), permitindo assim que uma componente seja sensível à inflação em alguns períodos, e noutros não, sob as mesmas condições explicadas na nota anterior.

### EUA e Zona Euro: salários

Varição homóloga (%)



**Nota:** Para os EUA, apresentamos a evolução dos salários por hora e na Zona Euro, os salários negociados em acordos.

**Fonte:** BPI Research, com base em dados do BCE e do Bureau of Labor Statistics.

Este número oferece uma medida do risco aos efeitos de segunda ordem. Ou seja, se o crescimento salarial ganhar dinamismo na Zona Euro, sabemos que 30% do cabaz essencial tende a ser também suscetível de aumentar. Todavia, há diversos argumentos que mitigam este possível risco. O primeiro, é que ainda não se observam pressões salariais significativas na Zona Euro. De facto, os salários estão a crescer muito abaixo da inflação e os sinais de aceleração são contidos. O segundo, é que se nesse exercício ilustrativo permitirmos que as componentes possam mudar a sua condição entre sensível e não sensível ao longo do tempo,<sup>10</sup> vemos como o peso das componentes sensíveis diminuiu na Zona Euro desde o início da pandemia (ver o terceiro gráfico). E o terceiro, é que nos EUA, uma economia onde já se observou uma forte aceleração dos salários e com uma estrutura de cabaz de consumo um pouco mais suscetível aos efeitos de segunda ordem, a contribuição das componentes sensíveis aos aumentos salariais na inflação de base manteve-se em torno da média histórica. De facto, nos EUA, a principal componente que impulsiona a inflação de base e que é sensível aos salários é o custo da habitação (*shelter*), com um peso no cabaz superior a 40% e uma taxa homóloga de 7%. Espera-se que a inflação nesta componente se mantenha elevada ainda no primeiro semestre de 2023, devido à inércia que habitualmente manifesta, embora possa começar a moderar-se no segundo semestre do ano.

## Como irá evoluir a inflação a longo prazo? Uma abordagem global

Para além das perspetivas de inflação para o ano que agora se inicia, para completar a narrativa, é importante ter uma visão estrutural de onde estará a inflação a longo prazo nas economias avançadas e quais os factores que terão de ser acompanhados com especial atenção. A questão central consiste em perceber onde estará a inflação quando o ciclo que começou com a COVID-19, e que se prolongou com o início da guerra na Ucrânia, terminar, e o que acontecerá às metas de inflação.

### EUA e Zona Euro: expetativas da inflação dos consumidores a 3 anos



**Notas:** Mediana destas expetativas. Dados dos EUA disponíveis até dezembro de 2022 e da Zona Euro, até novembro de 2022.

**Fonte:** BPI Research, a partir de dados da Survey Household Expectations da Reserva Federal de Nova Iorque e do Consumer Expectations Survey (CES) do BCE.

Para que, a médio prazo, a inflação volte a situar-se perto dos 2,0%, o objetivo da maioria dos bancos centrais, será fundamental ancorar as expectativas dos agentes económicos em torno desse nível, ou seja, para evitar que pensem que entramos num mundo caracterizado por uma inflação persistentemente acima do objetivo. Conforme a análise do BCE, as expetativas de inflação dos consumidores europeus para os próximos três anos aumentaram de 2,0% para quase 3,0% em apenas um ano (ver o primeiro gráfico). Um salto não negligenciável que falta saber se se consolida ou se se desfaz.<sup>1</sup> A credibilidade do banco central e as suas políticas para evitar os efeitos secundários serão fundamentais. E a longo prazo, o ponto central deste artigo, fatores como a transição energética, a evolução da globalização e os fluxos migratórios desempenharão um papel fundamental nas dinâmicas da inflação.

Nas economias avançadas, a transição energética terá um impacto incerto no nível dos preços agregados, uma vez que existem diferentes forças contrárias a operar sobre os preços dos combustíveis fósseis. Do lado da oferta, a incerteza regulamentar pode diminuir a oferta destes combustíveis, levando à subida dos preços. Pelo contrário,

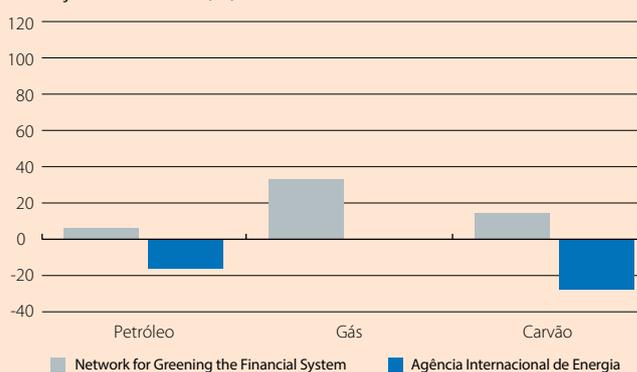
o *frontloading* da produção, decorrente das baixas expetativas, e o surgimento de inovações tecnológicas (captura e melhorias no armazenamento de carbono, etc.) reduziriam os preços. Do lado da procura, parecem dominar os factores que levariam à diminuição dos preços dos combustíveis fósseis: a preferência pela energia limpa e um aumento no investimento em energia verde diminuiria a procura por combustíveis fósseis e, por conseguinte, os seus preços, mas a introdução de um imposto sobre o carbono teria um efeito incerto, visto que, embora se reduza a procura e, consequentemente, o preço antes do imposto, dependendo da taxa de imposto, o preço depois do imposto poderia ser mais elevado.<sup>2</sup>

De qualquer forma, os estudos realizados até ao momento mostram que, ainda que se realize uma transição energética ambiciosa até 2030 (ver o segundo gráfico), o aumento do preço dos combustíveis fósseis diminuiria (6% no caso do petróleo e 30% no caso do gás no acumulado de 2020-2030, conforme a Network for Greening the Financial System).

Contudo, se for realizada com sucesso uma transição energética ambiciosa que limite o aumento da temperatura a 1,5 graus acima dos níveis pré-industriais, há um vasto consenso de que o impacto deveria ser desinflacionista. Não é por acaso que, de acordo com a Agência Internacional de Energia, em 2022, o custo marginal para a produção de energia solar já representava um quarto do custo marginal das instalações a gás na Europa. Quanto maior for a utilização das energias renováveis, mais rapidamente se verificará este impacto da redução de preços e atingir-se-á a «divina coincidência», expressão criada pelo membro do Comité Executivo do BCE, Fabio Panetta, para se referir a um mundo mais ecológico.<sup>3</sup> Em contrapartida, uma transição energética pouco ambiciosa implicaria pressões inflacionistas provocadas pelo aumento do protagonismo dos combustíveis fósseis (ao qual se deveria acrescentar os custos económicos do aumento das catástrofes naturais e dos fenómenos climáticos extremos).

### Preço internacional dos combustíveis fósseis em 2030, numa ambiciosa transição energética \*

Variação 2020-2030 (%)



**Nota:** \* Limita o aumento da temperatura a 1,5 graus acima dos níveis pré-industriais e atingem as 0 emissões em 2050. Calculado com base nos preços em dólares antes dos impostos.

**Fonte:** Panetta, F. Greener and cheaper: could the transition away from fossil fuels generate a divine coincidence? Discurso do BCE, novembro de 2022.

1. Em novembro, já se verificava uma incipiente inclinação para baixo.

2. Contudo, um estudo do FMI com a implementação gradual de um imposto de carbono para reduzir o nível de emissões em 25% em 2030 e com um aumento do peso das energias renováveis de 20 p. p. no *cabaz* energético mostra um aumento muito moderado da inflação em 2030 de, no máximo, 0,2 p.p. na Zona Euro. E praticamente insignificante se uma parte das receitas deste imposto for utilizada para conceder subsídios verdes aos principais setores produtivos. Ver o capítulo 3 do WEO de outono de 2022.

3. Ver o discurso de Fabio Panetta de novembro de 2022, *Greener and cheaper: could the transition away from fossil fuels generate a divine coincidence?*

No que concerne à globalização, pode-se dizer que, de um ponto de vista teórico, nas últimas décadas, teve um impacto desinflacionista nas economias avançadas. Em primeiro lugar, uma vez que as economias avançadas competem com os preços mais baixos das economias emergentes, a intensificação dos fluxos comerciais diminui não só a inflação importada como a interna, já que, graças ao aumento da concorrência, os produtores nacionais são forçados a melhorar a sua eficiência. Em segundo lugar, a digitalização e o aumento da informação disponível reforçaram a globalização através da criação de um mercado mundial único com custos de pesquisa muito baixos, o que se traduziu em preços mais baixos. E em terceiro lugar, a fragmentação da produção nas grandes cadeias de produção mundiais levou a que as economias emergentes com custos mais baixos se especializassem na produção de bens intermediários essenciais para a produção de bens de consumo. O terceiro gráfico do artigo mostra que, com o avanço da globalização em finais do século XX, o impacto do crescimento salarial interno na inflação subjacente nos EUA diminuiu.

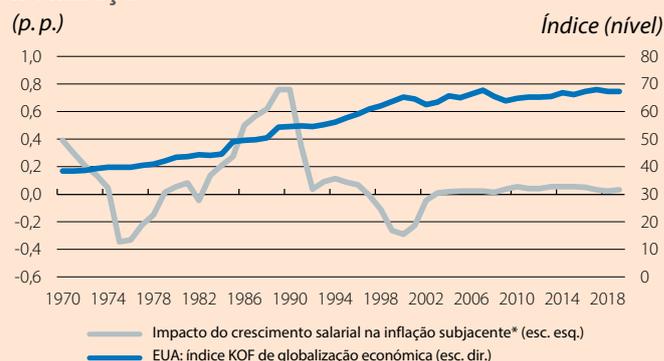
No entanto, quando se analisa de forma rigorosa a relação entre globalização e inflação, e tendo em conta as relações de causa-efeito, verifica-se que existe um impacto, embora de pequena dimensão.<sup>4</sup> A globalização reduziu a inflação nos bens, mas não nos serviços, o que é lógico, uma vez que são menos comercializáveis. Por exemplo, o aumento da informação disponível permitiu reduzir o preço dos bens (mais homogêneos e comparáveis do que os serviços), mas não o preço dos serviços.<sup>5</sup> Além disso, parece que outras forças foram mais importantes que a globalização para explicar a queda da inflação nas décadas que antecederam a guerra na Ucrânia: a globalização intensificou-se entre o final do século XX e 2010, ao passo que, por outro lado, a grande queda da inflação global ocorreu entre 1980 e 1997, período no qual os bancos centrais se tornaram independentes e estabeleceram metas de inflação, mas em que a globalização atravessava um período menos brilhante (a China aderiu à OMC em 2001, assinalando o seu auge).<sup>6</sup>

Atualmente, atravessamos uma fase de reestruturação da globalização. A emergência sanitária mostrou a importância de não depender de *inputs* essenciais fabricados em países terceiros, o que começa a recompensar as cadeias de abastecimento mundiais pela necessidade de diversificar os fornecedores. Além da necessidade da segurança do abastecimento, soma-se a reindustrialização das economias avançadas a nível ecológico e digital, a concorrência tecnológica entre os EUA e a China com o estabelecimento de barreiras ao acesso tecnológico e ao debate sobre a implementação de mecanismos de ajustamento do carbono nas economias desenvolvidas, de modo a estarem em pé de igualdade com as economias emergentes que não tributam as suas emissões. Mesmo que este processo levasse a uma certa desglobalização gradual, as pressões inflacionistas associadas deveriam ser moderadas, dado que o impacto da globalização nos preços não teve uma magnitude muito significativa.

Por último, não podemos terminar este artigo sem mencionar os fluxos migratórios. Entramos num mundo com pulsões protecionistas renovadas: a COVID-19 levou à redução dos fluxos migratórios por razões sanitárias e parece que é possível consolidar uma tendência de políticas migratórias mais duras. Os EUA são um caso paradigmático. Antes da COVID-19, quando a taxa de desemprego diminuía, registava-se a imigração de um maior número de trabalhadores para ocupar os postos de trabalho menos qualificados, uma tendência que deixou de se verificar. De facto, um recente estudo documenta que para estes postos de trabalho se verifica um nível de substituição muito reduzido entre trabalhadores imigrantes e trabalhadores nativos, o que torna os primeiros essenciais para ocupar estes postos de trabalho.<sup>7</sup> Desta forma, se estas tendências de limitação dos fluxos migratórios se consolidarem,<sup>8</sup> verificar-se-ão pressões salariais crescentes nestas profissões pouco qualificadas.

Em suma, num mundo mais protecionista com tendência para a globalização e um maior controlo migratório, será fundamental uma transição energética inteligente, bem concebida e com um forte investimento em tecnologias limpas, juntamente com uma política monetária clara e bem comunicada, para que a inflação atinja níveis razoáveis em conformidade com os objetivos dos bancos centrais.

## EUA : a globalização e o impacto dos salários na inflação



**Nota:** \* Coeficientes de regressões da inflação subjacente e o crescimento salarial com lag de um mês desde 1970, com rolling window dos 10 anos anteriores. Este coeficiente é interpretado como o aumento médio dos últimos 10 anos da inflação subjacente, se se verificar um aumento do crescimento salarial homólogo de 1 p.p. do mês anterior. Quanto mais elevado for o índice de globalização econômica, mais elevado será o nível de globalização.

**Fonte:** BPI Research, a partir de dados da Bloomberg e do Instituto Económico da Suíça.

4. Ver Attinasi, M. G. y Balatti, M. (2021). «Globalisation and its implications for inflation in advanced economies». ECB Economic Bulletin Articles, 4.

5. De acordo com os autores do estudo da nota 4, é necessário realizar mais investigações para compreender as diferenças de comportamento dos bens e serviços. O aumento da transparência da Internet reduz os custos de pesquisa e aumenta a concorrência no mercado de bens, no qual os produtos são mais comparáveis e homogêneos do que no setor dos serviços. A globalização também exerce um impacto ascendente nos preços dos serviços através de outro canal, como as cadeias de valor global: os serviços são entendidos como a «cola» e o catalisador das cadeias de abastecimento complexas. É, portanto, plausível que o valor acrescentado e as margens comerciais do setor dos serviços estejam correlacionados de forma positiva com uma utilização mais ampla das cadeias de valor globais.

6. Entre 1981 e 1997, a queda da inflação global foi de 6,9 pontos e, entre 1998 e 2010, foi de apenas 1,8 pontos. Em contrapartida, entre 1981 e 1997, o índice de globalização KOF aumentou 16,5% e, entre 1998 e 2010, 19,5%.

7. Comparando empresas semelhantes com acesso a trabalhadores migrantes para postos de trabalho pouco qualificados no sorteio de vistos dos EUA com aquelas que não o fizeram, verifica-se que, em média, as empresas que tiveram de reduzir em 50% a contratação de trabalhadores migrantes diminuíram a sua produção em 18% e não contrataram mais trabalhadores nativos para esses postos de trabalho. Ver Clemens, M. A. y Lewis, E. G. (2022). «The Effect of Low-Skill Immigration Restrictions on US Firms and Workers: Evidence from a Randomized Lottery». NBER Working Paper 30589.

8. Por ver. De facto, as alterações climáticas podem levar a grandes migrações devido a catástrofes naturais.

## As dinâmicas para 2023 da inflação em Portugal

Tendo a inflação sido um dos temas económicos dominantes de 2022, importa perspetivar qual será a dinâmica de evolução dos preços em Portugal este ano. Para tal, neste primeiro artigo centramo-nos em três vetores centrais para esta discussão: energia, alimentação e (possibilidade de) efeitos de segunda ordem.

### O impacto da energia no IPC

De forma direta ou indireta, as variações nos preços das matérias-primas energéticas têm um impacto nos custos de produção de todos os setores e, conseqüentemente, nos preços praticados junto dos consumidores. Para avaliar esse impacto, estimámos qual teria sido a evolução dos custos de produção, admitindo a transmissão completa do aumento dos custos da energia. Neste caso entre 2020 e 2022, os custos de produção ter-se-iam agravado cerca de 10%, com o peso dos custos com energia na produção a aumentar de 8% para 17%.

Num segundo momento, isolámos o impacto do aumento dos custos com energia na taxa de inflação média anual,<sup>1</sup> concluindo que se em 2021 a evolução refletisse apenas o comportamento dos preços da energia, teríamos uma taxa de inflação anual 2 décimas superior ao que realmente se verificou e que em 2022 a taxa de inflação ter-se-ia situado em 6,9%, menos 9 décimas do que a taxa de inflação registada. Assim, o forte aumento da inflação em 2022, superior àquele que teria ocorrido se o IPC apenas refletisse o aumento dos preços da energia, explica-se pela presença de outros fatores, como por exemplo, o encarecimento de outros bens importados, pelo aumento dos preços dos alimentos, pelos estrangulamentos nas cadeias de produção global e encarecimento dos fretes e pelo forte incremento da procura, nomeadamente consumo, tirando partido da total abertura da atividade e da existência de poupanças excedentárias acumuladas nos anos da pandemia.

Para 2023, o cenário para os preços dos bens energéticos é de uma correção em baixa na ordem dos 15%, o que aliviará pressões inflacionistas, mas não evitará que a inflação se mantenha elevada, na medida em que o comportamento dos preços refletirá essencialmente o contágio do encarecimento das matérias primas e energia a outros tipos de bens e serviços. Este contágio, já observado em 2022 – explica a maior pressão sobre a inflação subjacente, enquanto que a inflação global já mostra alguns sinais de desaceleração – ainda se manterá em grande parte de 2023.

### Pressão em alta no preço dos produtos alimentares deverá continuar

A evolução dos preços dos produtos alimentares tem especial importância não só porque representa a componente com mais peso no cabaz do IPC (mais de 20%) mas também porque inclui os produtos com um peso relativo importante nas famílias de mais baixo rendimento. Além disso, são produtos muito importantes para a formação das expectativas dos consumidores acerca da inflação futura.<sup>2</sup>

Em 2022 esta componente registou uma inflação média de 12,9%, bem acima da inflação global (7,8%), mas o que podemos esperar nestes preços para 2023? Os dados do índice de preços alimentares elaborado pela FAO,<sup>3</sup> e que teve uma valorização em 2022 muito semelhante à do índice de preços alimentares português, mostram algum desanuviamento dos preços nos últimos meses (desceram entre junho e dezembro de 2022). Contudo, o mesmo não se verifica em Portugal: a categoria de produtos alimentares e bebidas não alcoólicas regista aumentos em cadeia nos últimos 15 meses. Acreditamos que para os preços no consumidor ainda estão a ser transmitidos os riscos associados ao abastecimento e eventuais estrangulamentos da oferta (derivado da continuação da guerra na Ucrânia) e o aumento dos custos de transporte, logística e pessoal.

Adicionalmente, 2022 foi o ano mais quente em Portugal desde 1931 com repercussões negativas na atividade agrícola. Quer a produção vegetal quer a produção animal registaram quebras de volume que sintetizamos no segundo gráfico.<sup>4</sup> Se em alguns

### Como evoluiu a inflação e como teria sido se apenas refletisse a variação dos custos de energia



1. Em 2021 e 2022, a taxa de inflação dos produtos energéticos foi 7,3% e 23,7%, respetivamente. A estimativa para 2023 é de desaceleração para 6,3%.

2. Ver D'Acunato, F., Malmendier, U., Ospina, J. e Weber, M., «Exposure to Grocery Prices and Inflation Expectations» (2020). Chicago Booth Research Paper No. 19-17.

3. Food and Agriculture Organization of the United Nations.

4. A exceção foi a produção de bovinos mas por um motivo perverso: a escassez de pastagens devido à seca e aumento do preço dos alimentos para animais provocou um aumento dos preços e os produtores aproveitaram para incrementar o abate e reduzir efetivos e despesas inerentes.

produtos o país tem graus de auto-provisionamento tipicamente superiores a 100% (vinho e azeite, por exemplo), estas quebras de produção agrícola e animal, que provavelmente se repetirão nos próximos anos, refletindo o impacto das alterações climáticas, agravam a dependência externa de alguns produtos (como os cereais) e implicam a necessidade de importar a preços mais elevados. Ademais, tratam-se de produtos que suprimem uma necessidade básica e portanto com uma procura relativamente inelástica. Assim, a nossa visão para 2023 é ainda de uma elevada pressão sobre os preços dos bens alimentares.

### Aumentos salariais e possibilidade de efeitos de segunda ordem

Por fim, importa falar daquilo que normalmente se designam por «efeitos de segunda ordem». Estes efeitos estão basicamente associados aos aumentos salariais. Ou seja, um aumento nos preços inicialmente espoletado por um choque nos mercados energéticos (efeito de primeira ordem) leva a exigências de aumentos salariais que acompanhem a inflação e suscetíveis de criar uma espiral salários-preços (efeito de segunda-ordem), em especial quando a expectativa é a de persistência de inflação alta. Investigação recente sobre este tema<sup>5</sup> advoga que choques energéticos mais recentes, por exemplo, ao preço do petróleo, não têm gerado na Europa uma espiral deste género: estima-se que o impulso de resposta a aumentos de 10% nos preços desta *commodity* faz com que os salários aumentem em média apenas mais 0,3% durante três anos, estabilizando de seguida, e não constituindo assim o fator decisivo para a persistência da inflação.

### IPC e Remuneração bruta mensal média

Variação homóloga (%)

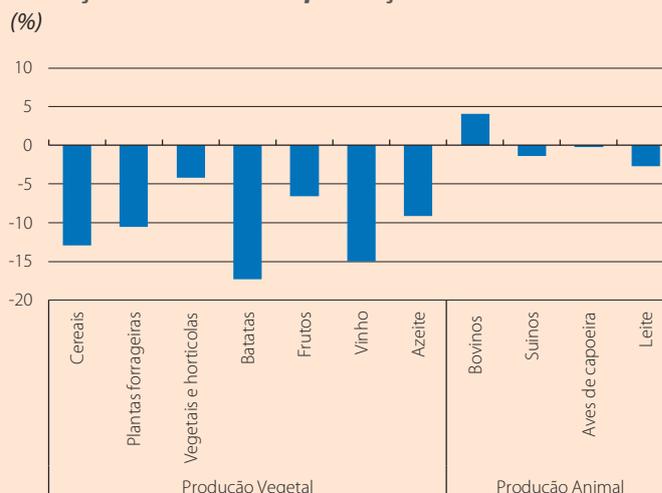


Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

ou de acordos coletivos, pelo que diferem caso a caso, mas o acordo<sup>7</sup> assinado em outubro pelo governo e parceiros sociais fixa como objetivo um incremento de 5,1% em 2023.<sup>8</sup> Apesar do mercado de trabalho mais «apertado», isto é, com desemprego baixo e número elevado de vagas por preencher (o que se traduz num maior poder negocial do fator trabalho), o abrandamento económico esperado para 2023 em conjunto com a ação decidida do BCE deverão ser alavancas muito fortes para ancorar as expectativas para a inflação e evitar efeitos de segunda ordem.

Tiago Belejo Correia e Teresa Gil Pinheiro

### Variação do volume de produção em 2022



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

Os dados do mercado de trabalho português mostram que os salários<sup>6</sup> em setembro de 2022 cresciam em termos homólogos 3,9% (e 2,9% na média dos últimos 12 meses), o que fica bastante aquém de uma taxa de inflação homóloga de 9,3% (6% na média anual) e de uma inflação core de 6,9%, para o mesmo período. A exceção são setores como por exemplo as «Actividades de consultoria, científicas, técnicas e similares» que em setembro apresentavam um crescimento homólogo dos salários de 6,8%, mas que representam apenas 5% do emprego. Sabemos, contudo, que a maioria das atualizações salariais são efetuadas no primeiro quadrimestre do ano, pelo que é importante monitorar os dados dos próximos meses. No caso português para 2023 existem já algumas certezas: o salário mínimo aumenta 7,8% (valor igual à inflação média de 2022) e aumenta 52 euros o salário dos trabalhadores da Administração Pública que ganham até cerca de 2.600 euros mensais (acima desse valor salarial o aumento será de 2%). No setor privado as atualizações dependem de decisões das empresas

5. Ver Baba, C. e Lee, L. (2022), «Second-round effects of oil price shocks», IMF Working paper. Neste estudo os autores utilizam dados trimestrais de 24 países europeus da OCDE desde 1960 para estimar a transferência de aumentos nos preços do petróleo para os salários.

6. Remuneração bruta mensal média por trabalhador.

7. Acordo de médio prazo de melhoria dos rendimentos, dos salários e da competitividade (9 de outubro de 2022).

8. Ao nível do setor privado de destacar também o estudo anual da consultora Mercer para Portugal «Total Compensation 2022» divulgado em setembro 2022 e que cobriu 527 empresas e mais de 160 mil postos de trabalho. Neste estudo a previsão média para os incrementos salariais em 2023 (2,8%) é apenas ligeiramente acima ao que era perspectivado no mesmo estudo de 2021 para os aumentos de 2022 (2,3%).

## Inflação importada em Portugal: caracterização e dinâmica recente

A inflação importada é aquela que resulta do aumento do preço das importações. Se importamos inflação, aumentam os custos de produção das empresas nacionais que muitas vezes fazem o *pass through* deste aumento de custos para o preço dos bens e serviços que comercializam. Assim, a inflação importada reflete-se em última instância naquela que é a referência para medir a evolução dos preços num país: o índice de preços no consumidor. Neste artigo pretendemos evidenciar como têm evoluído os preços das importações por tipo de produto, a contribuição de cada tipo de produto para o aumento global dos preços das importações, e a sua dinâmica recente.

Utilizámos os dados mensais do INE relativos aos montantes e quantidades das Importações para derivar os pesos no cabaz de importações e as variações de preços de diferentes tipos de bens,<sup>1</sup> por forma a construir um índice de preços das importações (IPI).<sup>2</sup> No primeiro gráfico, podemos observar que a taxa homóloga dos preços das importações registou o seu pico em março de 2022, o mês imediatamente a seguir ao início do conflito na Ucrânia. Verifica-se também que as taxas de aumento dos preços das importações, a partir do momento que alcançaram terreno positivo (março de 2021), apresentaram valores muito mais elevados do que as taxas de aumento do IPC – o pico do aumento de preços das importações foi 44% e no IPC 10,1%. De assinalar que os preços das importações começaram a desacelerar de forma acentuada a partir de setembro e no IPC o primeiro sinal de desaceleração é mais modesto e apenas ocorreu em novembro. Estes dados sugerem não só um certo desfazamento temporal entre variações de preços das importações e variações dos preços no consumidor, mas também que a magnitude dos aumentos de preços das importações é apenas transferida parcialmente para os preços no consumidor.<sup>3</sup> Em concreto, estimámos um modelo econométrico que sugere que incrementos de 10% no IPI se traduzem num aumento de 1,04% no IPC com um desfazamento temporal de 4 meses.

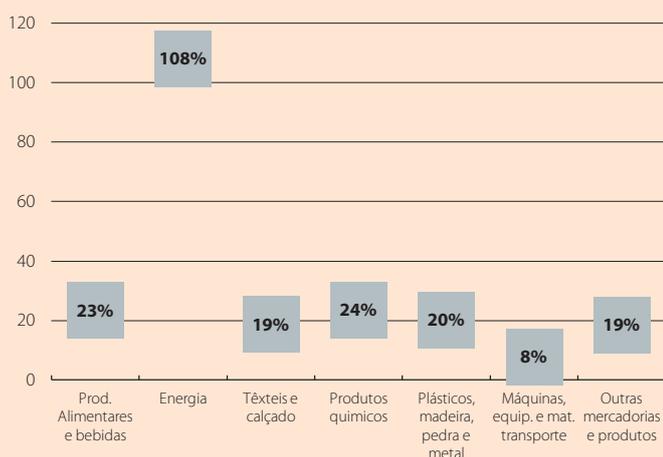
### IPI e IPC



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

### Inflação das importações

Taxa média dos 12 meses até Outubro 2022 (%)



Fonte: BPI Research, com base em dados do INE.

Mas que produtos explicam estas elevadas taxas de inflação nas importações? Para fazer esta análise agrupámos as importações em sete grandes categorias de produtos – Produtos Alimentares e bebidas; Energia; Têxteis e calçado; Produtos químicos, Plásticos, madeira, pedra e metal; Máquinas, equipamentos e material de transporte; e, Outras mercadorias e produtos. A taxa média de inflação foi elevadíssima na Energia (acima de 100%) e também acima de 20% nos Produtos Alimentares e nos Produtos químicos. É conhecido o caso particular da crise energética vivida em 2022, o que por si já explicaria a evolução dos preços dessa categoria. Na inflação importada e em especial na Energia não é despreciable a questão cambial: a maioria das transações nestes mercados é feita em dólares e o facto do euro se ter depreciado face ao dólar durante boa parte de 2022 agrava o panorama. Além disso, é preciso relevar o facto de nestas três categorias de inflação mais elevada Portugal ser importador líquido, o que pode evidenciar que uma maior dependência externa também desempenha aqui um papel importante – as três categorias (energia, alimentos, e produtos químicos) representam 77% do saldo externo da balança de bens negativo<sup>4</sup> e em duas delas (Energia e

1. Nomenclatura combinada - NC8.

2. O peso de cada tipo de bem no índice foi calculado com base na média dos últimos 12 meses do valor das suas importações no valor global das importações.

3. A este respeito ver também Binici, M; Centorrino, S.; Cevik, S. e Gwon, G., «Here Comes the Change: The Role of Global and Domestic Factors in Post-Pandemic Inflation in Europe». IMF Working Paper No. 2022/241. Este artigo afirma que os fatores globais explicam nos países europeus avançados uma percentagem muito significativa da variância da inflação. Os designados «fatores globais» captam não só aspetos associados diretamente às importações como os preços globais da energia e outros produtos, mas também o output gap global, pressões nas cadeias de abastecimento, etc.

Produtos químicos), o valor importado é mais do dobro do valor que o país exporta. Já identificámos quais as categorias de bens importados com maiores aumentos de preços, mas, atendendo ao peso que cada uma destas categorias de produtos tem no cabaz de importações também o seu contributo é diferenciado na explicação dos valores da inflação importada. No terceiro gráfico, podemos observar que a Energia isoladamente representa quase 60% da inflação importada<sup>5</sup> mas também outra categoria que agrega essencialmente *commodities* (Plásticos, madeira, pedra e metal) apresenta um peso elevado, de 21%. Quando comparamos o contributo da componente mais volátil (soma da Energia com Produtos Alimentares) no IPC e no IPI ao longo de 2022 constatamos que é elevado em ambos,

### Contributo agregado da Energia e Prod. Alimentares no IPI e IPC



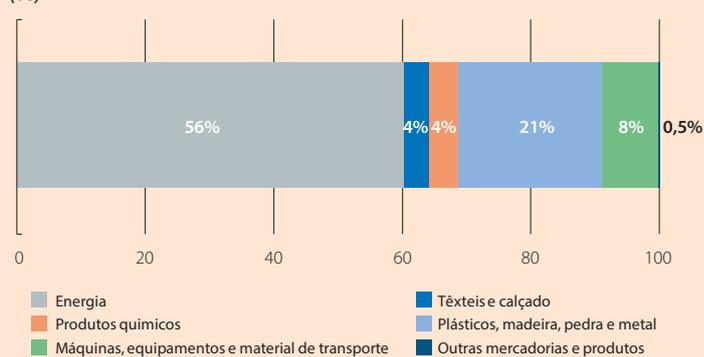
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

inflação homólogas superiores a 30%. Isto deve-se sobretudo ao recuo da inflação dos Produtos energéticos, Produtos químicos e outros da categoria Alimentar (produtos vegetais, e, gorduras e óleos animais). Apesar destas boas notícias, 58% do cabaz de importações apresentava ainda em outubro de 2022 inflação entre 10% e 30%, significando isto que a inflação importada vai continuar a constituir um fator de pressão sobre os preços no consumidor, embora menor que no último ano.

Em suma, conclui-se que a inflação importada tem tido reflexo notável nos preços do consumidor em Portugal e que ao longo de 2022 foi especialmente relevante nos produtos energéticos, apesar dos últimos dados apontarem a um abrandamento.

Tiago Belejo Correia

### Contributos para a taxa de inflação importada (%)



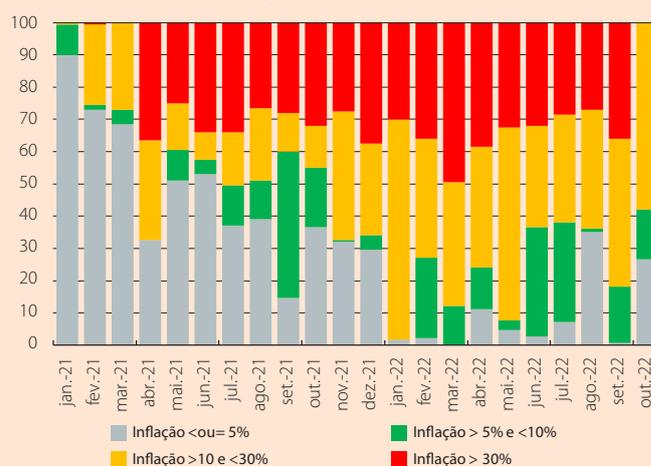
Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

mas maior nos preços das Importações e mais estável nos preços do consumidor (ver quarto gráfico). Consideramos que isto é explicado por três fatores. Primeiro, o peso que estimámos para a Energia no cabaz das Importações é superior ao peso da Energia no cabaz do IPC, o que reflete a enorme dependência em termos energéticos primários. Por outro lado, existiram algumas medidas de cariz fiscal, por exemplo nos combustíveis, que mitigaram os aumentos de preços da energia no consumidor final. Por fim, a existência em Portugal de mercado regulado na eletricidade e gás e os mecanismos de formação do preço no mercado livre, com alguma desconexão do mercado grossista e contributo de energias renováveis.<sup>6</sup>

Mas qual é a dinâmica recente da inflação importada? Para responder a esta pergunta criámos um semáforo da inflação (último gráfico) que mostra que nos últimos dados disponíveis já não encontramos nenhuma categoria com taxas de

### Semáforo da inflação importada

Em % do cabaz de importações



Fonte: BPI Research, com base nos dados do INE.

4. Diferença entre o somatório das exportações e o somatório das importações no período de janeiro a outubro de 2022.

5. Estes valores referem-se à média do contributo de cada categoria entre janeiro de 2021 e outubro de 2022.

6. A este propósito ver o artigo «Inflação em Portugal: preços movidos a eletricidade?» no IM12 de dezembro de 2021: [https://www.bancobpi.pt/content/service/getContent?documentName=PR\\_WCS01\\_UCM01204680](https://www.bancobpi.pt/content/service/getContent?documentName=PR_WCS01_UCM01204680)