

## Inflação em Portugal: que riscos nos aguardam?

- A inflação tem-se mantido moderada ao longo dos últimos anos e, em 2020, esta fragilidade acentuou-se.
- À medida que efeitos de 2020 relacionados com a pandemia se aliviam, a inflação irá aumentar.

Em Portugal, a inflação tem rondado os 1.1% nos últimos 10 anos, confortavelmente abaixo dos 2% que, a nível da zona Euro, corresponde à meta do Banco Central Europeu. E a inflação subjacente, que exclui as componentes mais voláteis, situou-se em média em 0.8%. Esta fraqueza intensificou-se em 2020, mas a inflação saltou para 0.3% no início de 2021. **Será que esta aceleração da inflação continuará?**

2020 foi um ano atípico em muitas vertentes, espelhado no desempenho da maioria das variáveis macroeconómicas, incluindo a inflação. Em 2020, a taxa de inflação média foi 0%, após ter estado em terreno positivo desde 2015. Descidas nos preços foram particularmente fortes nos produtos energéticos (-5%), mas a fraqueza na inflação foi generalizada ao longo da maioria do cabaz e a inflação subjacente anual foi 0%.

Muita da fraqueza verificada na inflação em 2020 é explicada pelo impacto da Covid-19. Para tal, seguimos a metodologia usada pela *Federal Reserve Bank of San Francisco*<sup>1</sup> que nos permitiu distinguir quais os bens e serviços do cabaz do consumidor que foram sensíveis a esta pandemia e os que não foram<sup>2</sup>. A classificação resultante deste exercício está apresentada na Figura 1, onde podemos observar que, ao longo de 2020, o CPI Português foi maioritariamente arrastado pela fragilidade dos preços das componentes mais sensíveis à Covid-19. Assim, é de esperar que, caso a pandemia não traga efeitos persistentes, os preços destas componentes voltem a estabilizar no médio prazo.

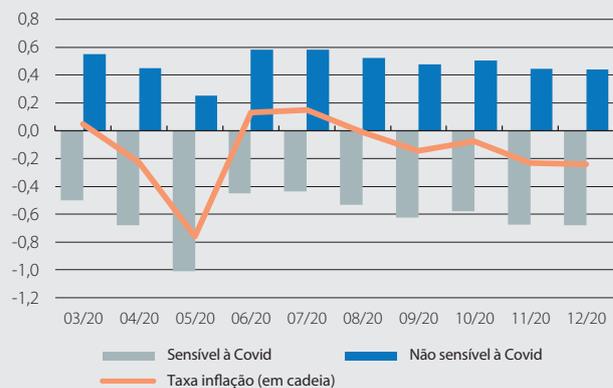
Por outro lado, 2021 começou com uma surpresa nos valores da inflação em vários países da União Europeia. A taxa homóloga da inflação harmonizada – mais comparável entre países – aumentou 1.2 pontos percentuais para 0.9% em janeiro, na Zona Euro. No entanto, em Portugal, o respetivo valor situou-se nos 0.2%, uma subida de 0.5 pontos percentuais, mas longe de ser tão acentuada como, por exemplo, em Itália, França ou Alemanha. Estes países apontam o adiamento da época de saldos, que diminuiu o impacto negativo da rubrica «Vestuário e Calçado», como

1. Veja A.H. Shapiro (2020). «Monitoring the inflationary effects of Covid-19». FRBSF Economic Letters.

2. No artigo «COVID-19 e inflação: um impacto estatisticamente significativo» (IM12/2020), implementámos esta metodologia para analisar os desenvolvimentos da inflação em Espanha e na Zona Euro. Em particular, dizemos que uma componente  $i$  é sensível à COVID-19 se o parâmetro  $\beta_1$  na equação  $\pi_{t,i} = \beta_{0,i} + \beta_{1,i} * COVID_t + u_{t,i}$  é significativamente diferente de 0.  $\pi_{t,i}$  é a variação homóloga do preço da componente  $i$ ,  $COVID_t$  é uma variável binária que toma o valor 1 a partir de março de 2020 e 0 caso contrário e  $u_{t,i}$  é o termo de erro.

### Portugal: Contribuição para a taxa de inflação por setores

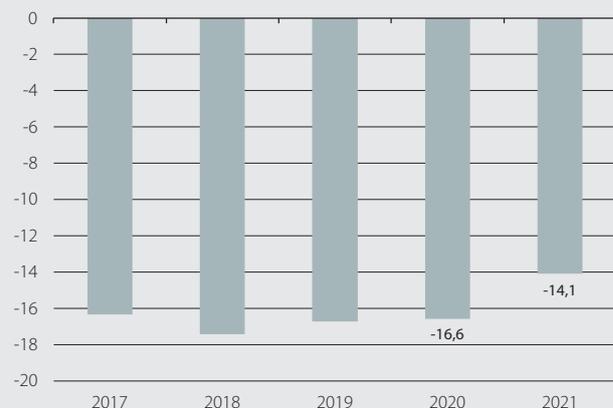
Pontos percentuais



Fonte: BPI Research, com dados do INE.

### Portugal: Vestuário e Calçado - Janeiro

Variação mensal (%)



Font: BPI Research, com dados do INE.

grande contribuição destes aumentos. Além do mais, países como a Alemanha adotaram políticas fiscais de redução temporária do IVA, que foram revertidas no início de 2021 e que têm, naturalmente, um impacto ascendente no crescimento dos preços.

Em contraste, em Portugal, como se pode verificar na Figura 2, o adiamento da época de saldos teve um efeito diminuto na normal evolução dos preços da referida rubrica em janeiro, o que pode explicar o porquê da inflação registada em Portugal não ter sido tão acentuada como a da Zona Euro. Contudo, existe um facto que efetivamente fez aumentar os preços tanto na zona Euro como em Portugal: a mudança nos ponderadores do cabaz de preços do consumidor. De forma a que o «capaz de consumo» se mantenha representativo, as agências estatísticas atuali-

zam estes ponderadores todos os anos, tendo em consideração as mudanças nos padrões de consumo que os agregados familiares exibiram no ano anterior. Em 2020, os padrões de consumo foram afetados pela Covid-19 e, deste modo, os bens e serviços que foram consumidos mais durante a pandemia ganharam peso. Esta mudança nos ponderadores puxará para cima a inflação em 2021. Como a Figura 3 indica, as categorias que registaram uma maior inflação média em 2020 aumentaram mais, em média, o seu peso no cabaz, quando comparadas com as que registaram menor inflação. Neste sentido, esta mudança nos ponderadores aumenta artificialmente a inflação. Caso os ponderadores se tivessem mantido inalterados em 2021, a inflação em janeiro teria sido  $-0.24\%$ . É interessante notar que esta relação não é tão pronunciada como na Alemanha, por exemplo, podendo isso também explicar o menor aumento em Portugal. Esta mudança nos ponderadores pode começar a desaparecer à medida que os padrões de consumo se tornem mais normais – menos distorcidos pela pandemia. A acrescentar a isto, uma vez que no ano passado a tendência na evolução dos preços em Portugal foi maioritariamente decrescente, valores maiores de inflação em 2021 devem ser interpretados com alguma cautela. A título de exemplo, se a inflação aumentar ao ritmo histórico (de 2001 a 2019), haverá meses em 2021 com uma taxa homóloga superior a  $1.8\%$ , o que já não acontece desde 2012 – o chamado efeito «yo-yo». Também, a evolução do processo de vacinação levará, caso tudo corra bem, à abertura de certas atividades (como viagens, concertos, restaurantes...) que poderá causar um aumento de gastos ou uma procura superior à oferta em alguns setores, originando um aumento temporário dos preços. Acresce que o preço do barril de Brent tem voltado a subir para valores do pré-pandemia, e como tal também é esperado um aumento do preço dos produtos energéticos.

2020 foi marcado por uma série de eventos que trouxeram a inflação para baixo e, em 2021, vamos assistir, muito possivelmente, à reversão desses mesmos eventos. Uma vez que partimos de uma base baixa, é possível que, por vezes, os valores da inflação possam indicar um crescimento anormal dos preços, mas estes devem ser sempre olhados com alguma reticência.

### Portugal: Mudança nos ponderadores

Variação anual (%)



Fonte: BPI Research, com dados do INE.