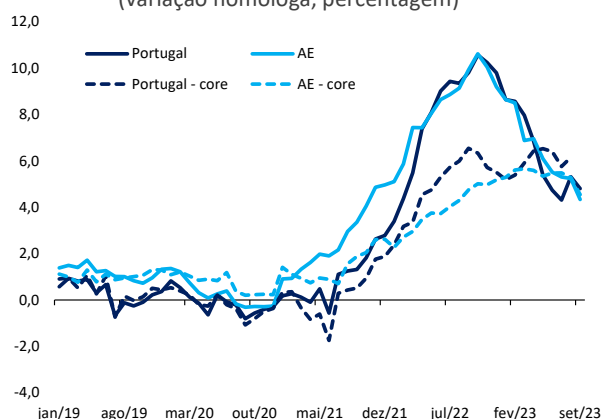


Decomposição das determinantes da inflação em Portugal e na área do euro¹

Luís Guia²

Após cerca de oito anos com a inflação (medida através da taxa de variação do IHPC) consistentemente abaixo do objetivo fixado pelo BCE, em meados de 2021, o crescimento dos preços na área do euro iniciou uma trajetória de rápida aceleração. Em outubro de 2021, o crescimento homólogo do IHPC ultrapassou pela primeira vez o valor máximo registado desde o início da área do euro (4,1% em julho de 2008), situando-se desde então acima desse valor. Em Portugal, a aceleração dos preços intensificou-se mais tarde, tendo o anterior valor máximo da taxa de inflação sido ultrapassado a partir de março de 2022 (5,5%). O pico do atual ciclo inflacionista terá sido atingido em outubro de 2022, quer em Portugal quer na área do euro (10,6% em ambos os casos).

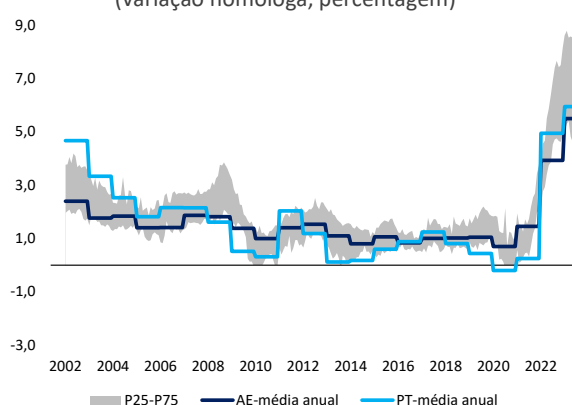
Gráfico 1. Taxa de inflação e inflação subjacente
(variação homóloga, percentagem)



Nota: Em linha com a definição do Eurostat, a inflação subjacente (ou *core*) corresponde à taxa de variação do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor, excluindo os preços dos bens energéticos, alimentares, álcool e tabaco.

Fonte: Eurostat (Cálculos do Ministério das Finanças).

Gráfico 2. Taxa de inflação subjacente
(variação homóloga, percentagem)



Nota: Em linha com a definição do Eurostat, a inflação subjacente (ou *core*) corresponde à taxa de variação do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor, excluindo os preços dos bens energéticos, alimentares, álcool e tabaco.

Fonte: Eurostat (Cálculos do Ministério das Finanças).

O aumento da inflação na área do euro foi acompanhado por um alargamento da dispersão medida como a amplitude interquartis na distribuição das taxas de inflação dos vários países. Este alargamento, para níveis também sem precedentes, reflete assimetrias entre os fatores que determinaram a aceleração dos preços em cada jurisdição. Em particular, destacam-se diferenças no levantamento das restrições associadas à pandemia de COVID-19, nos pesos relativos dos bens e serviços no cabaz do IHPC, na composição do cabaz energético prevaiente em cada país (refletindo a preponderância do mercado liberalizado de gás e eletricidade e instrumentos regulatórios que afetam a determinação dos preços), na exposição às economias russa e ucraniana ou no grau de resiliência às disrupções nas cadeias de valor globais. Mesmo no caso da inflação subjacente (ou *core*)³, que exclui as componentes mais voláteis do IHPC (bens energéticos, alimentares, álcool e tabaco), o aumento da dispersão entre países foi significativo.

Para compreender em que medida diferem, no período recente, as determinantes da inflação em Portugal e na área do euro, recorre-se a uma decomposição contabilística baseada em Diev *et al.* (2019). Esta decomposição permite definir a taxa de inflação (π) como uma função dos contributos dos preços

¹ Publicado no [Relatório do Orçamento do Estado 2024](#).

² GPEARI-Ministério das Finanças.

³ Em linha com a definição do Eurostat, a inflação subjacente (ou *core*) corresponde à taxa de variação do IHPC, excluindo os preços dos bens energéticos, alimentares, álcool e tabaco.

domésticos (correspondente à variação do deflator do PIB) e dos termos de troca (*i.e.* dos preços relativos das exportações e das importações).

Pela ótica do rendimento, a variação do deflator do PIB pode ser decomposta nos contributos, por unidade produzida, dos salários (λ), das margens de lucro (τ) e dos impostos indiretos líquidos de subsídios (θ). Por outro lado, partindo da ótica da despesa, além dos preços do consumo privado (c), que estão subjacentes à variação do IHPC, o deflator do PIB é também afetado pelos preços relativos do investimento (i), do consumo público (g) e das exportações (x) líquidas de importações (m). Assim, tal como detalhado em Diev *et al.* (2019), a taxa de inflação pode ser definida como:

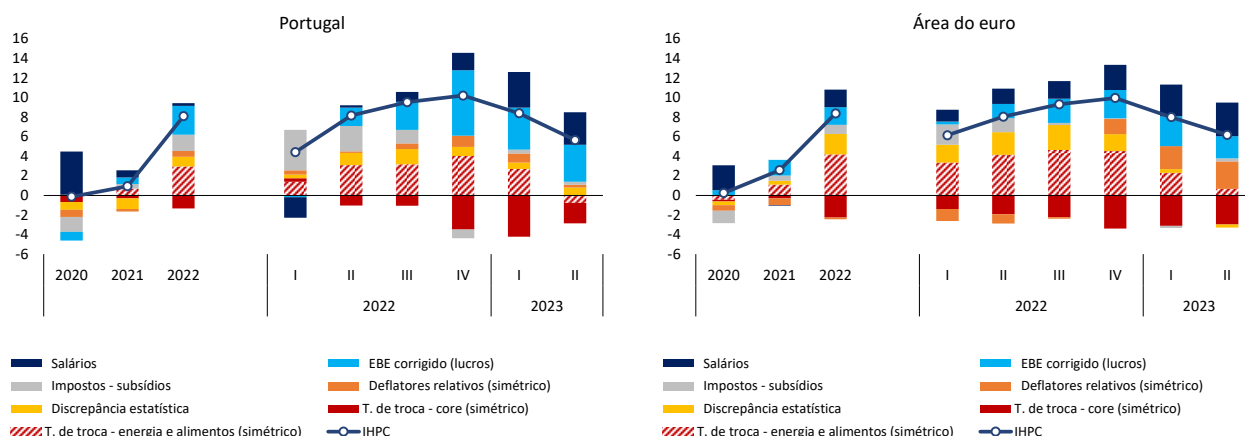
$$\pi = \lambda + \tau + \theta - \underbrace{\omega^i(p^i - p^c) - \omega^g(p^g - p^c) - (\omega^x - \omega^m)(p^x - p^c)}_{(1)} - \underbrace{\omega^m(p^x - p^m)}_{(2)} + \underbrace{(\pi - p^c)}_{(3)},$$

onde todas as variáveis estão logaritimizadas e expressas em variações homólogas. O termo (1) sintetiza as variações relativas dos preços do investimento, do consumo público e das exportações face ao preço do consumo privado. A componente (2) corresponde aos termos de troca, que traduzem o preço relativo das exportações face às importações. Os parâmetros ω correspondem ao peso do respetivo agregado no PIB. Finalmente, o termo (3) capta as diferenças entre as taxas de variação homólogas do IHPC e do deflator do consumo privado, muito associadas a questões metodológicas. Esta decomposição pode ser replicada para analisar as determinantes da inflação subjacente (π^*), desde que os termos de troca na componente (2) sejam corrigidos dos contributos dos preços dos bens energéticos, alimentares e do tabaco ($\pi - \pi^*$). Para efeitos de análise, esta decomposição toma como *proxy* para as margens de lucro o excedente bruto de exploração corrigido dos salários dos trabalhadores independentes.

Em 2022, o principal contributo para a taxa de inflação em Portugal (8,1%) adveio da forte deterioração dos termos de troca no comércio internacional de bens alimentares e energéticos e da recuperação das margens de lucro das empresas (6 pp no seu conjunto). Estes contributos foram apenas parcialmente compensados pela melhoria dos termos de troca nos bens e serviços *core* (-1,3 pp). O contributo do crescimento dos salários foi diminuto, situando-se em 0,3 pp. O contributo da evolução dos impostos líquidos de subsídios captado nesta análise (1,7 pp) resulta parcialmente da reversão das medidas de apoio a empresas relacionadas com a pandemia de COVID-19, em vigor durante 2020 e 2021.

Também no conjunto da área do euro o principal fator explicativo da inflação, em 2022, (8,4%) foi a deterioração dos termos de troca nos bens alimentares e energéticos (4,2 pp). Porém, em contraste com os desenvolvimentos em Portugal, o crescimento dos salários deu também um contributo significativo para o aumento dos preços (1,8 pp), igual ao das margens de lucro. Tal como em Portugal, em 2022, a melhoria dos termos de troca referentes a bens e serviços *core* atenuou parcialmente as restantes pressões inflacionistas na área do euro.

Gráfico 3. Contributos para a evolução da inflação
(variação homóloga, percentagem e pontos percentuais)



Nota: Os agregados de contas nacionais encontram-se ajustados de sazonalidade e dias úteis. A componente relativa à remuneração do capital corresponde ao agregado de contas nacionais Excedente Bruto de Exploração e Rendimento Misto excluindo uma estimativa para os salários dos trabalhadores independentes. Esta estimativa foi obtida assumindo, por hipótese, que o salário médio destes trabalhadores é igual ao salário médio dos trabalhadores por conta de outrem. A componente referente aos salários foi ajustada em conformidade.

Fonte: Eurostat (Cálculos do Ministério das Finanças).

O contributo relativo de cada determinante alterou-se significativamente ao longo de 2022. Em Portugal e, em menor medida, também na área do euro, o crescimento dos lucros tornou-se preponderante para explicar o aumento da inflação na segunda metade do ano. Este resultado pode refletir dinâmicas associadas à recuperação pós-pandemia, num contexto em que a utilização das poupanças acumuladas e as medidas de política contribuíram para a resiliência da procura interna apesar da inflação elevada. O crescimento dos salários também se acentuou desde o segundo semestre de 2022. Pelo contrário, a pressão inflacionista gerada pelos impostos indiretos líquidos reduziu-se progressivamente ao longo do ano, refletindo a adoção de medidas de desagravamento fiscal. Em Portugal, no último trimestre de 2022, esta componente contribuiu negativamente em 0,9 pp para a taxa de inflação, complementando a gradual melhoria dos termos de troca *core*.

O crescimento dos salários e das margens pressionou a inflação de forma semelhante na primeira metade de 2023. Entre o primeiro e o segundo trimestres de 2023, o crescimento do IHPC desacelerou de 8,4% para 5,7%. Esta evolução é largamente explicada pela melhoria dos termos de troca relativos a bens alimentares e energéticos, tendo-se observado uma moderação das pressões advindas também das restantes componentes. A única exceção diz respeito à melhoria dos termos de troca *core*, cujo contributo para a inflação permanece negativo, mas atenuou-se no segundo trimestre, refletindo pressões ascendentes nos preços dos serviços.

Na área do euro, os contributos relativos dos salários, lucros, impostos e termos de troca não se alteraram significativamente no primeiro semestre de 2023 face ao observado no conjunto do ano anterior. É contudo de destacar a maior preponderância do diferencial relativo entre os preços do consumo privado e os preços das restantes componentes do PIB. Este maior contributo decorre, em particular, de um menor crescimento relativo dos preços do investimento. No caso da área do euro, a desaceleração da inflação entre o primeiro e o segundo trimestres de 2023 (de 8% para 6,2%) é também explicada pela melhoria dos termos de troca referentes a bens alimentares e energéticos e, em menor medida, pelo menor crescimento das margens de lucro. Contudo, as pressões captadas pelas restantes componentes intensificaram-se.

Referências

Diev, P., Kalantzis, Y., and Lalliard, A. (2019), «Why have strong wage dynamics not pushed up inflation in the euro area?», Bulletin de la Banque de France, Banque de France, n. 225.