

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%,¹ 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.

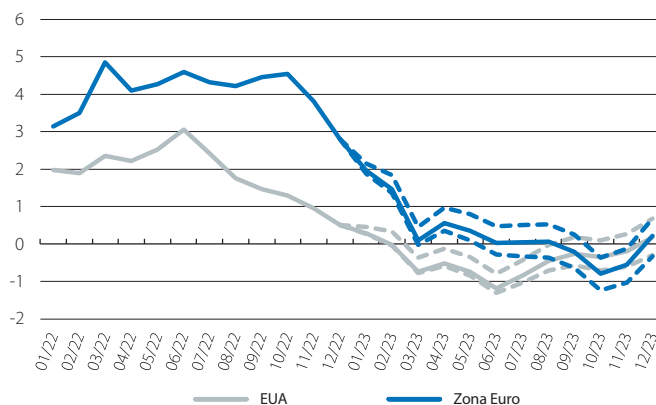
Os desajustes entre a oferta e a procura provocados pela pandemia deveriam ter um efeito transitório na inflação e, na ausência de efeitos de segunda ordem, desaparecer com a normalização das economias. De facto, os estrangulamentos têm vindo a diminuir e, de acordo com vários indicadores, encontram-se 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).²

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.³ 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).⁴

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).⁵ 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 2023.⁶

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,⁷ 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.

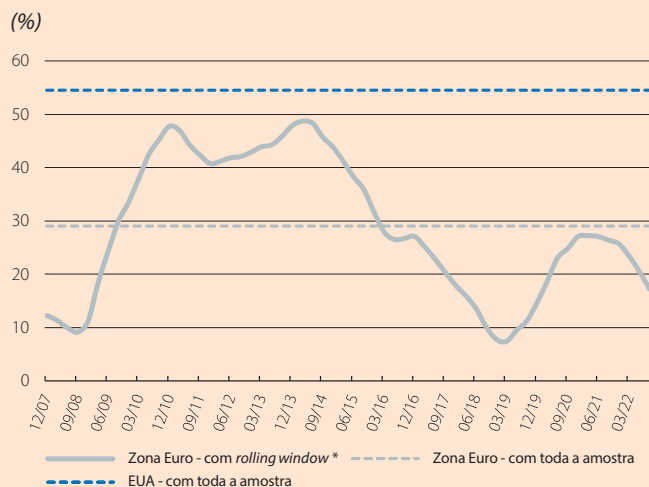
estima-se que tenham travado a inflação em pouco mais de 1 p. p. em 2022 e que continuem a subtrair 0,5 p. p. em 2023 (por conseguinte, a sua retirada em 2024 tenderá a aumentar os preços através de um efeito de base).⁸

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.⁹

Cabaz essencial sensível aos salários

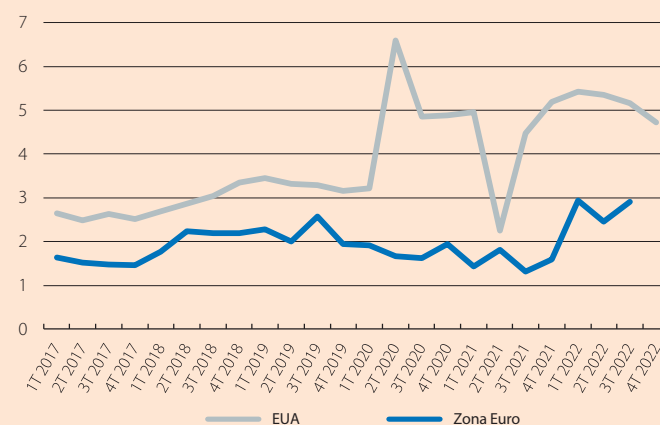


Notas: Consideramos que uma componente é sensível aos salários se, na regressão dos mínimos quadrados ordinários da sua evolução de preços face aos salários atuais e o seu lag, algum dos coeficientes for positivo e significativo a 95%. Para a Zona Euro, utilizamos a amostra de 2001 a 2019 e para os EUA, 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.

EUA e Zona Euro: salários

Variação 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,¹⁰ 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.

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.