



## ABC da Inflação

Por: Carlos Matias | Analista de Economia na Direção de Estratégia da Caixa Gestão de Ativos.

A inflação é um dos fenómenos mais estudados em todo o mundo uma vez que afeta inúmeras variáveis económicas, desde as taxas de juro, com impacto na atividade e no emprego, às taxas de câmbio, e com isso nos fluxos do comércio internacional e principalmente a evolução dos salários e da poupança real, variáveis-chave para o bem-estar das famílias e para a competitividade das empresas. Importa assim analisar em detalhe as causas, os custos e as métricas que a permitam entender e acompanhar.

Os principais benefícios que advêm de um enquadramento de inflação baixa e de estabilidade de preços são a redução da incerteza e a promoção de um ambiente favorável ao investimento empresarial e ao crescimento económico. A batalha contra a inflação, expressão usada recentemente em diversas ocasiões pela Presidente do BCE, Christine Lagarde constituiu um ponto fulcral na atuação dos responsáveis pela condução da política monetária. Entender o fenómeno interessa, contudo, não só a esses decisores, mas também às famílias e às empresas devido às decisões diárias relacionadas com o consumo e o investimento. Para além disso, como salientou recentemente Mário Centeno ao jornal El País, a inflação é socialmente mais injusta do que as normas que o BCE implementou para a combater.

### O que é a inflação?

Enquanto fenómeno económico, designa-se inflação como um aumento generalizado e persistente do nível geral de preços dos bens e dos serviços. Esta definição encerra, no entanto, diferentes abordagens quanto às origens e às causas.

### Origens e causas da inflação

O aumento dos preços pode ser causado por diferentes fatores. Na visão keynesiana, a inflação é causada por um nível excessivo de procura agregada na economia relativamente à capacidade de oferta de bens e serviços.

A visão monetarista é, em certo sentido, complementar à anterior. Tal como o próprio nome indica, o monetarismo é uma teoria que enfatiza o papel da política monetária na estabilidade de uma economia através de mecanismos como a alteração na oferta de moeda e de outros meios de pagamento. Tem como principal axioma a consideração de que esta tem um papel fundamental em relação aos fenómenos económicos, incluindo a inflação. A inflação é entendida como uma consequência da gestão incorreta da quantidade de moeda em circulação, que a partir de certa altura excede as necessidades inerentes ao

nível da procura agregada.

A escola austríaca tem uma visão diferente da inflação. Os economistas austríacos, assim designados, acreditam que é causada por distorções no mercado financeiro, especialmente através do setor bancário. Aliás, para esta corrente de pensamento, a diferenciação encontra-se primeiramente na própria definição de inflação, que é entendida não como um aumento do nível geral dos preços, mas como a própria expansão monetária em excesso. Ao gerar uma perda do valor da moeda, tem como efeito mais visível o incremento dos preços. Neste sentido, os “austríacos” encontram-se próximos dos monetaristas, daí surgir por vezes uma certa dificuldade em distinguir as duas correntes de pensamento.

Os exemplos do passado sugerem, no entanto, que os choques inflacionistas encontraram sempre explicações não numa causa, mas numa conjugação de causas. Um exemplo pode ajudar a clarificar a diferença entre a inflação e a subida de um ou de alguns bens, e de como na raiz de um período de inflação elevada podem simultaneamente encontrar-se várias razões.

A título de exemplo, em 1973 ocorreu uma subida do custo da energia, em consequência daquilo que ficou conhecido como “o primeiro choque do petróleo”. A cotação do petróleo subiu em todas as regiões do globo, mas no início não era inflação, porque não se tratou de uma subida geral de preços. No entanto, sendo uma matéria-prima muito utilizada, o escalar da respetiva cotação teve posteriormente efeito nos outros preços e a subida passou a ser generalizada. Ainda assim, não constituía inflação porque se desconhecia se viria a ser persistente. Desta forma, o primeiro choque do petróleo, apesar dos efeitos nos preços num determinado momento, não pôde logo ser considerado, por si só, como inflação. Perante o choque, os governos aumentaram os níveis de gastos com o intuito de apoiar empresas e famílias. Só nessa altura se assistiu a um incremento da moeda em circulação, a queda do seu valor e um agravamento dos preços que assim, ...

... para além de generalizado, passou também a ser persistente. Só então o choque passou a ter um caráter inflacionista. A década de 70 inflacionista não por causa do choque, mas devido à resposta política.

Impactos nos custos dos bens e serviços não devem ser imediatamente confundidos com alterações gerais e sustentadas do nível geral dos preços.

### **Tipos de Inflação**

O facto de a inflação poder ser despoletada por diversos fatores, traduz-se na existência de diferentes tipos.

A inflação na procura é desencadeada pelo aumento da procura por bens e serviços acima da capacidade de resposta das empresas. É deflagrada em momentos de crescimento económico forte sem que exista a capacidade das empresas em adequarem a tempo os níveis de capacidade produtiva, e tem lugar em períodos em que a economia se encontra em pleno emprego.

A inflação na oferta, também designada por inflação estrutural, advém de cenários em que existem dificuldades de várias ordens por parte das empresas em atualizar a estrutura produtiva necessária para responder ao incremento do nível da procura dentro dos padrões normais. Este conceito também está relacionado com choques sobre as cadeias de suprimento, ou sobre a própria capacidade produtiva.

A inflação de custos ocorre quando existem aumentos substanciais do nível dos custos dos fatores de produção, ainda que a procura permaneça estável. Pressões ascendentes ao nível não só do preço das matérias-primas básicas, mas também de outros insumos necessários para a atividade das empresas, como sejam os encargos com salários e contribuições para os sistemas de segurança social, obrigam muitas vezes ao aumento dos preços finais no consumidor.

A inflação inercial é particularmente comum nos países da América Latina e, e até ao início da década de 90, em alguns países europeus, caso de Itália. Decorre de enquadramentos de insegurança relativamente ao mercado de trabalho, receio ou expectativa de que a inflação futura seja mais elevada, devido a pressões sindicais, a mecanismos de tabelamento de preços, ou ainda a esquemas de indexação salarial que ajustam automaticamente o respetivo aumento à inflação passada, ao invés da inflação esperada.

### **Custos da Inflação**

A inflação é socialmente menos grave do que o desemprego, a pobreza ou o subdesenvolvimento.

Embora seja alvo de muito debate e discussão, trata-se, em geral, de um fenómeno mais benigno do que outros problemas económicos. Ainda assim, acarreta custos que se manifestam porque nem sempre é neutra e poucas vezes previsível. Não é neutra porque não afeta todos de forma igual, o que cria problemas de justiça, beneficiando uns em deterioramento de outros. Por outro lado, ao ser de difícil antecipação, cria instabilidade e incerteza acerca dos preços no futuro e, como tal, ineficiências, o que conduz ao desperdício de recursos e à redução do crescimento económico potencial.

### **Mecanismos de prevenção da Inflação**

Além das distintas visões teóricas sobre as causas e os mecanismos de combate à inflação, os países têm adotado ao longo dos anos diferentes políticas para a prevenir. Ou pelo menos tentar. O exemplo mais conhecido é o “regime de metas de inflação”, aplicado por vários países, alguns pertencentes ao bloco emergente. Este regime estabelece um limite desejável para a inflação anual através de mecanismos de controlo da quantidade de moeda em circulação e do tabelamento de taxas de juro de referência.

Com este regime, os decisores procuram sobretudo ancorar as expectativas das famílias e dos empresários relativamente à estabilidade de evolução dos preços e aumentar a previsibilidade do fenómeno a fim de promover um ambiente favorável ao investimento, incluindo externo, e ao crescimento económico.

### **Indicadores de medição da Inflação**

Quanto à forma de medir a subida (ou eventualmente a descida) dos preços, levantam-se algumas questões interessantes. As medidas de inflação são, na realidade, medidas de variação dos preços. Esta é uma tarefa que embora à partida possa parecer relativamente simples, não o é. Isto porque, a evolução de uma economia traduz-se, inevitavelmente, numa permanente instabilidade dos preços.

A forma de medir a evolução dos preços é através do recurso à elaboração de **índices de preços** que correspondem no fundo a médias ponderadas dos custos dos bens e dos serviços que permitam calcular variações do nível geral. Neste contexto, destacam-se dois índices.

O primeiro é o chamado **deflator do produto interno bruto (PIB)**. Para se obter um melhor entendimento desta métrica, importa ter presente os conceitos de ...

... produto nominal e produto real de uma economia.

O PIB de um país é calculado somando o valor de todos os bens produzidos e serviços prestados num determinado período. Normalmente o período de referência é um ano.

Para obter o nível do PIB, soma-se o preço (**P**) de cada bem (ex: a. automóveis; b. batatas,...) e serviço (ex: c. consultas médicas; b. bilhetes de cinema...) multiplicado pela quantidade (**Q**) produzida/prestada do respetivo bem ou serviço.

$$PIB = Pa.Qa + Pb.Qb + Pc.Qc + Pd.Qd + \dots$$

Para se mensurar a evolução da economia pode-se comparar o nível do PIB em anos diferentes.

$$\frac{PIB \text{ no ano } (t)}{PIB \text{ no ano } (t-1)} = \frac{Pa(t).Qa(t) + Pb(t).Qb(t) + Pc(t).Qc(t) + Pd(t).Qd(t) + \dots}{Pa(t-1).Qa(t-1) + Pb(t-1).Qb(t-1) + Pc(t-1).Qc(t-1) + Pd(t-1).Qd(t-1) + \dots}$$

O cálculo assim efetuado designa-se por **preços correntes** porque se multiplica para cada ano as respetivas quantidades produzidas/prestadas pelos preços desse mesmo ano. Nesta circunstância, o PIB e a variação são designados de **nominal**.

Mas ao comparar o valor do PIB de um ano com o do ano anterior, observam-se duas diferenças. A primeira é a diferença das quantidades produzidas de bens e de serviços prestados. Esta variação corresponde na prática à “variação económica real”, que representa a evolução do bem-estar na economia. A segunda prende-se com os preços. Assim, se se comparar as variações em anos consecutivos, obtêm-se erros de medida por se estar a confrontar quantidades avaliadas em medidas, ou preços, diferentes.

A forma de avaliar tudo na mesma medida é proceder à avaliação das quantidades de um ano aos preços do ano anterior, designado como “ano-base”. Esta alteração dá, no entanto, apenas uma aproximação à verdadeira variação do bem-estar. E porquê? Porque ao serem usados os preços dos bens e dos serviços do ano-base, embora se eliminem as diferenças dos preços, também se perdem as variações que são causadas pela mudança da utilidade dos bens e serviços, ou adultera-se a real evolução do bem-estar na economia ao não serem considerados os novos bens e serviços que entretanto passaram a estar disponíveis.

Apesar destas dificuldades e imprecisões, esta análise é considerada como a mais fiável por parte dos economistas para medir a evolução real de uma economia, ou seja a evolução do bem-estar.

$$\frac{PIB \text{ no ano } (t) \text{ a preços de } (t-1)}{PIB (t-1)} = \frac{Pa(t-1).Qa(t) + Pb(t-1).Qb(t) + Pc(t-1).Qc(t) + Pd(t-1).Qd(t) + \dots}{Pa(t-1).Qa(t-1) + Pb(t-1).Qb(t-1) + Pc(t-1).Qc(t-1) + Pd(t-1).Qd(t-1) + \dots}$$

O cálculo assim efetuado designa-se por **preços constantes**, porque se utiliza para cada ano as quantidades produzidas/prestadas pelos preços do ano anterior. Nesta circunstância, o PIB e a evolução são designados de **real** porque os preços são os mesmos.

Da mesma forma se pode medir a inflação, fazendo variar não as quantidades, mas os preços. Essa medida corresponde ao deflator do produto, e é obtida pelo seguinte quociente:

$$\frac{PIB \text{ no ano } (t)}{PIB \text{ no ano } (t) \text{ a preços de } (t-1)} = \frac{PPa(t).Qa(t) + Pb(t).Qb(t) + Pc(t).Qc(t) + Pd(t).Qd(t) + \dots}{Pa(t-1).Qa(t-1) + Pb(t-1).Qb(t-1) + Pc(t-1).Qc(t-1) + Pd(t-1).Qd(t-1) + \dots}$$

Note-se que neste rácio, a única diferença do numerador para o denominador é nos preços, pelo que o quociente providencia uma medida do crescimento médio de todos os preços, ou seja, uma aproximação da inflação, daí se designar o deflator como um índice de preços implícito, o qual corresponde ao rácio entre o PIB nominal (a preços correntes) e o PIB real (a preços constantes) de um determinado ano.

$$\text{deflator (ano } t) = \frac{PIB \text{ Nominal } t}{PIB \text{ Real } t}$$

Alcançado o valor índice do deflator de cada ano, obtém-se a variação média dos preços de um período em relação ao anterior, que neste caso corresponde também a uma taxa homóloga de inflação, ou taxa anual, através da expressão:

$$\text{tx. var. deflator (ano } t) = \frac{\text{deflator } t}{\text{deflator } t-1t} * 100$$

Mas este índice de inflação, embora seja considerado o mais preciso e, como tal, o favorito dos economistas para avaliar a evolução dos preços, porque inclui a análise do preço e da quantidade de todos os bens produzidos e serviços prestados na economia, tem um importante inconveniente: o resultado só se encontrar disponível à análise por parte dos decisores de política económica e monetária demasiado tempo após o término do período a que diz respeito.

Por esta razão, é habitual usar um outro indicador de medição da inflação muito mais conhecido: o **índice de preços no consumidor** (IPC). Este indicador é calculado definindo um cabaz de bens e de serviços com pesos fixos, nomeados por *W*, e a partir daqui designado por cabaz de compras, o qual se considera representativo do consumidor médio. Todos os meses os institutos de estatística recolhem a informação acerca dos preços de várias centenas de bens e de serviços ...

... que as famílias costumam adquirir e que fazem parte do cabaz de compras previamente fixado.

Bancos Centrais, governos e outros agentes económicos têm assim acesso à informação relativa à evolução dos preços de forma muito mais atempada.

Ao contrário do deflator do PIB, o IPC é um índice cujo valor evidencia a alteração do preço do cabaz de compras entre o período t-1 e t, sendo que esse cabaz é mantido sem alteração. Ou seja:

$$\frac{IPC\ t}{IPC\ (t-1)} = \frac{Pa(t).Wa + Pb(t).Wb + Pc(t).Wc + Pd.Qd + \dots}{Pa(t-1).Wa + Pb(t-1).Wb + Pc(t-1).Wc + Pd(t-1).Wd + \dots}$$

Comparando a evolução do custo do cabaz ao longo do tempo, cuja única variação é causada pela modificação dos preços, obtêm-se uma medida de inflação.

A evolução é avaliada através de uma taxa de variação que pode ser medida de várias formas. A mais direta é comparar o custo do cabaz num mês com o do mês anterior. Esta é a **taxa de inflação mensal** (variação mensal do IPC) e representa a alteração dos preços ao longo de um mês. No entanto, o cálculo assim efetuado tem o inconveniente de estar sujeito a um nível de volatilidade intra-anual muito significativo. Atenda-se ao caso da inflação mensal intra-anual da Área Euro nos últimos 10 anos, isto é, entre 2012 e 2022. Uma taxa mensal de 0,0% é uma taxa muito baixa se for referente aos meses de março e agosto, mas é bastante comum nos meses de janeiro e julho, ou seja, está a sujeita a efeitos de sazonalidade significativos.

Devido a isso, é costume utilizar não a variação mensal, mas a comparação do custo do cabaz num mês com o custo do mesmo em idêntico mês do ano anterior. Esta medição designa-se de **taxa homóloga de inflação** e mede a evolução dos preços ao longo do último ano. O problema desta taxa é ser muito sensível aos dois meses extremos, o primeiro e o último e, consequentemente, fácil de induzir em erro. A título de exemplo, vamos supor que numa determinada economia a taxa de inflação homóloga de dezembro de um ano é de 3,2%, igual à registada em dezembro do ano anterior. Adicionalmente, assume-se que ao longo do ano esta registou valores sempre superiores a 3,2%, e que só no mês referido desceu para o nível reportado.

Nesse caso não é correto afirmar que a taxa de inflação permaneceu inalterada de um ano para o outro porque em termos médios a observação foi superior à percentagem final. A fim de contornar este risco de erro, para avaliar a inflação num ano os economistas efetuam o cálculo da **taxa média de inflação** que corresponde,

simplesmente, à média das 12 últimas taxas homólogas. Esta é muito mais estável e, mais importante do que isso, tem em conta a trajetória seguida pelos preços ao longo do ano. A taxa média de um determinado mês de março do ano t, por exemplo, é a média da taxa homóloga desse mesmo mês com as taxas dos 11 meses anteriores, no exemplo, desde abril de t-1.

A taxa mais correta a usar depende da finalidade da análise para a qual a métrica está a ser usada. Atenda-se, por exemplo, ao caso do objetivo da estabilidade dos preços na Área Euro que Banco Central Europeu define como “uma taxa de inflação homóloga de 2% a médio prazo”. Uma vez que o BCE pretende obter um valor de 2% não só no imediato, interessar-lhe-á mais acompanhar a taxa média, certificando-se, na prática, que esta se encontra estável em torno da referida percentagem. O Conselho de Governadores do banco central dará preferência por constatar que a taxa homóloga num determinado mês é de 2%. Contudo, para que considere que existe estabilidade, terá que observar vários meses em que a taxa média se encontre em torno desse valor. A taxa média de inflação tem a vantagem de medir a linha de fundo da evolução dos preços pelo que é provavelmente uma das melhor formas de avaliar a verdadeira tendência das pressões inflacionistas.

### Inflação subjacente

No entanto, até a utilização desta taxa tem inconvenientes no que concerne a aferir as tensões de fundo. Isto porque, embora a forma como é construída permita eliminar a não-linearidade presente na inflação, como em qualquer indicador económico, a volatilidade que é subtraída é na verdade a passada e não a atual.

Com o propósito de contornar este obstáculo, os economistas recorrem ao conceito de **inflação subjacente**, ou seja, a um índice de preços no consumidor subjacente que calcule a evolução dos preços sem ter em conta nem os preços da energia, nem os preços dos alimentos não-processados. O conceito foi introduzido e começou a ser utilizado precisamente em 1973, após o referido choque do petróleo.

Procura-se, desta forma, excluir fatores erráticos ou temporários que não traduzam alterações fundamentais dos determinantes da inflação. Contudo, nem este indicador é isento de imperfeições pois não só não é uma medida completa do que se passa ao nível dos preços, por ignorar o contributo daquelas componentes, pode desconsiderar fatores potenciadores de aumentos futuros da inflação. Por isso, outras medidas de ...

... inflação subjacente têm sido propostas e elaboradas, com destaque para as medidas de **inflação média aparada**, que se baseiam ou na exclusão dos itens que apresentam todos os meses as variações homólogas extremas, ou então no quartil de componentes com maior volatilidade histórica.

Para além da Direção de Estratégia, contribuiu para a elaboração deste documento, para a revisão do mesmo, a Direção de Supervisão e Compliance.

Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A.

Sede Social: Av. João XXI, 63 - 1000-300 Lisboa

Capital Social € 9.300.000 - NIPC 502 454 563

[www.caixagestaodeativos.pt](http://www.caixagestaodeativos.pt)

*Esta informação é realizada com um objetivo informativo. Não constitui uma recomendação de investimento e não pode servir de base à compra ou venda de ativos nem à realização de quaisquer operações nos mercados financeiros assim como não deve ser considerado a base de qualquer tipo de contrato ou investimento que possa ser realizado. Na preparação do presente documento não foram considerados objetivos de investimento, situações financeiras ou necessidades específicos dos clientes, não tendo existido na sua elaboração a adequação da informação a qualquer investidor efetivo ou potencial nem ponderadas circunstâncias especificadas de qualquer investidor efetivo ou potencial.*

*A presente informação incorpora a visão desenvolvida pela Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A. (empresa do Grupo Caixa Geral de Depósitos) e baseia-se em informação pública disponível e nas condições de mercados à data, proveniente de várias fontes que se creem credíveis, não sendo possível garantir que a mesma esteja completa ou precisa, estando sujeita a revisões, atualizações e alterações futuras sem aviso prévio. Não pode, assim, ser imputada qualquer responsabilidade à Caixa Gestão de Ativos, SGOIC, S.A., por perdas ou danos causados pelo seu uso.*

*As rendibilidades divulgadas representam dados passados, não constituindo garantia de rentabilidade futura.*

*A presente informação não dispensa, de modo algum, a consulta das Informações Fundamentais destinadas aos Investidores (IFI) ou dos Documentos de Informação Fundamental (DIF) e dos Prospetos, disponíveis em [www.cmvm.pt](http://www.cmvm.pt) e [www.caixagestaodeativos.pt](http://www.caixagestaodeativos.pt)*

*Salvo autorização expressa da Caixa Gestão de Ativos, não está autorizada a publicação, duplicação, extração e transmissão destes conteúdos informativos. A Caixa Gestão de Ativos, não se responsabiliza por qualquer facto suscetível de alterar a integridade do conteúdo desta mensagem, resultante da sua transmissão eletrónica.*



**Caixa. Para todos e para cada um.**



Caixa Gestão de Ativos