

## Què explica la baixa inflació portuguesa?

En la primera meitat de 2018, la inflació ha registrat valors clarament inferiors als de la primera meitat del 2017: per exemple, la taxa mitjana entre el gener i el maig va ser del 0,9% el 2018, 0,8 p. p. inferior al registre del mateix període del 2017 (l'1,7%). Què explica aquesta desacceleració, especialment sorprenent quan l'economia guanya dinamisme?

Una part de l'explicació és deguda a l'evolució del preu del petroli, que va créixer amb força entre els inicis del 2016 i del 2017 (al voltant del 50% entre el gener del 2016 i el gener del 2017) i, de llavors ençà, malgrat que ha continuat pujant, ho ha fet a un ritme inferior (al voltant del 20% entre el gener del 2017 i el gener del 2018). D'aquesta manera, dins la cistella de l'índex de preus al consum (IPC), els preus de l'energia van avançar el 5,3% interanual, de mitjana, del gener al maig del 2017, enfront del 2,7% en el mateix període del 2018.

No obstant això, l'evolució de l'euro des de mitjan 2017 també ha jugat un paper clau. L'apreciació de l'euro redueix el cost de les importacions estrangeres i es transmet a la inflació per dos canals. D'una banda, incideix directament en l'IPC per l'abaratiment dels béns importats destinats al consum final. De l'altra, l'apreciació també redueix els preus dels béns intermedis, de manera que disminueixen els costos de producció i així, indirectament, acaba repercutint sobre l'IPC.

Segons les estimacions de la Comissió Europea,<sup>1</sup> a Portugal, l'impacte d'una apreciació de l'1% en el tipus de canvi nominal efectiu provoca una reducció de 0,1 p. p. en l'IPC general i de 0,09 p. p. en l'IPC subjacent. De fet, de tots els països analitzats, Portugal és el que presenta impactes estimats més elevats. Atès que, al maig, el tipus de canvi nominal efectiu referent als 61 principals socis comercials s'havia apreciat el 3,2%,<sup>2</sup> això explicaria una desacceleració de la inflació de 0,32 p. p.

L'evolució dels diferents components de l'IPC corrobora que l'apreciació de l'euro ha exercit un paper important en la dinàmica recent de la inflació, ja que s'ha observat una major desacceleració de la inflació en els components volàtils (aliments no processats i energia) que en els subjacents. En primer lloc, el contingut importador dels aliments no processats és més elevat a Portugal que al conjunt de la zona de l'euro, la qual cosa ajuda a explicar per què l'impacte de l'apreciació de l'euro s'ha notat més a Portugal.<sup>3</sup> En segon lloc, la transmissió de l'apreciació de l'euro és

més forta en els preus de l'energia, ja que es determinen, en gran part, als mercats internacionals i es denominen en dòlars (cal tenir en compte que l'apreciació bilateral enfront del dòlar ha estat del 15% des del començament del 2017, molt més intensa que en el tipus de canvi efectiu).<sup>4</sup>

Per la seva banda, la inflació subjacent s'ha vist menys afectada pel fet que una part important dels seus components, com, per exemple, els serveis, que representen més del 50% de l'índex, no es poden importar, mentre que, pel que fa als aliments processats, en el cas de Portugal, les importacions procedents de fora de la zona de l'euro són poc rellevants. No obstant això, l'índex subjacent també inclou béns industrials no energètics, el contingut importador dels quals és considerable. En efecte, en els últims mesos, aquests béns han contribuït a la reducció de la inflació. A més a més, aquest component també és influït per forces estructurals que han exercit una contenció sobre les pressions inflacionistes a nivell global, com la globalització i els avanços tecnològics, que han permès reduir els costos de producció.<sup>5</sup>

En definitiva, la forta apreciació de l'euro en la segona meitat del 2017 explica una part important de la desacceleració de la inflació portuguesa en els últims mesos, en especial pel seu impacte en els components volàtils. No obstant això, en els propers trimestres, a mesura que s'esvaeixi aquest efecte base, els components subjacents arrossegaran la inflació a l'alça gràcies al dinamisme de l'activitat i a la recuperació del mercat laboral.

### Portugal: evolució recent de la inflació

	Ponderacions (%)	Variació interanual (%) Mitjana gener-maig		Variació (p. p.)	Contribució a l'evolució de l'IPCH (p. p.)	
		2017	2018		2017	2018
<b>IPCH</b>	<b>100,0</b>	<b>1,7</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,8</b>		
Aliments no processats	10,3	3,4	0,2	-3,2	0,3	0,0
Energia	8,3	5,1	2,5	-2,7	0,4	0,2
<b>IPCH subjacent</b>	<b>81,4</b>	<b>1,1</b>	<b>0,8</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>
Aliments processats i begudes	13,1	0,1	1,3	1,2	0,0	0,2
Béns industrials no energètics	26,0	-0,7	-1,2	-0,5	-0,2	-0,3
Serveis	42,3	2,1	1,8	-0,3	0,9	0,8

Font: CaixaBank Research, a partir de dades de Thomson Reuters Datastream.

1. Comissió Europea (2014), «Quarterly Report on the Euro Area», vol. 13, núm. 3.

2. Pel que fa al juliol del 2017.

3. En concret, a Portugal, les importacions d'aliments no processats representen el 0,8% del PIB (el 0,6% a la zona de l'euro), i el 21% d'aquestes importacions procedeixen de països de fora de la UE.

4. El 78% de les importacions de béns energètics (petroli i gas natural) tenen l'origen fora de la UE i representen el 3% del PIB (el 65% i el 2,2% a la zona de l'euro).

5. Butlletí Econòmic del Banc de Portugal, juny del 2018.