

# Cadernos do Observatório

## #18

A inflação pós-pandemia:  
reflexões a partir da  
economia portuguesa

Diogo Martins

Vicente Ferreira

Julho de 2023





### **Propriedade e Edição**

Centro de Estudos Sociais - Laboratório Associado  
Universidade de Coimbra

www.ces.uc.pt  
Colégio de S. Jerónimo  
Apartado 3087  
3000-995 Coimbra  
Portugal

Url: [www.ces.uc.pt](http://www.ces.uc.pt)  
E-Mail: [ces@ces.uc.pt](mailto:ces@ces.uc.pt)

Tel: +351 239 855 570  
Fax: +351 239 855 589

### **Autores**

Diogo Martins e Vicente Ferreira

# A inflação pós-pandemia: reflexões a partir da economia portuguesa<sup>1</sup>

Diogo Martins

Vicente Ferreira

---

<sup>1</sup> Os autores gostariam de agradecer o contributo generoso de um coletivo de pessoas essenciais à elaboração deste caderno. Em particular, gostaríamos de agradecer o minucioso trabalho de edição e as sugestões de redação de João Rodrigues. Desejamos ainda sublinhar a importância das conversas, discussões e sugestões de bibliografia de Ana Drago e João Ramos de Almeida, membros do núcleo do CES Lisboa e pilares essenciais deste trabalho, bem como as sugestões e comentários críticos de José Reis, Paulo Coimbra, Pedro Pratas, Tiago Santos, João Alcobia e Mateo Hoyos Lopez. Finalmente, gostaríamos ainda de agradecer o apoio logístico e de edição gráfica de Rita Marques.



## Introdução

Entre a segunda metade da década de 1990 e o início da pandemia, a inflação esteve praticamente ausente do debate económico em Portugal e na maioria das economias desenvolvidas. Um período marcado por níveis relativamente baixos e estáveis de inflação relegou as preocupações sobre os impactos económicos e sociais das flutuações ascendentes do nível geral de preços para segundo plano. Com o advento da Grande Recessão, as discussões sobre a evolução do nível geral de preços deslocaram-se para o problema da deflação. A possibilidade de um crescimento inesperado desta variável parecia definitivamente afastada. No seio das principais correntes macroeconómicas, assim como nas mais relevantes instituições internacionais e nacionais, a inflação era vista como um problema do passado. O sucesso foi atribuído ao novo enquadramento de política económica surgido no final do século XX, assente na figura institucional do banco central independente com um mandato de estabilidade de preços. Na medida em que essas regras e instituições não fossem abandonadas, a inflação dificilmente voltaria a ser uma ameaça séria às economias desenvolvidas. 5 / 94

Deve referir-se, por razões de justiça e perspetiva históricas, que não foi a primeira vez que se criaram consensos alargados sobre a ilusória possibilidade de controlar de forma duradoura as várias manifestações de instabilidade intrínseca das economias capitalistas de mercado. Entre o final da II Guerra Mundial e a década de 1970, no auge da primeira síntese neoclássica, a maioria dos economistas consideravam ter encontrado a solução para lidar com o desemprego involuntário. De modo semelhante, a viragem do século XXI trouxe para muitos a convicção de que as crises económicas agudas eram um fenómeno do passado, pelo menos nas economias mais avançadas. O triunfalismo, no entanto, revelar-se-ia exagerado: a relativa estagnação da década de 1970, por comparação com os “trinta gloriosos” anos anteriores, e a Grande Recessão de 2007-08 abalaram não apenas a economia global, mas também as fundações dos consensos contemporâneos na teoria económica.

A inflação registada no período posterior à pandemia parece ter produzido um efeito intelectual e político semelhante. Depois de um período inicial marcado por uma forte contração da atividade económica à escala global,

resultante das medidas de confinamento adotadas pelos governos que obrigaram ao encerramento de boa parte das atividades, a reabertura gradual das economias foi acompanhada por um regresso da inflação a valores que não se registavam há várias décadas, contrariando as previsões das principais instituições. O início da guerra na Ucrânia e o seu impacto nos mercados energéticos internacionais acentuaram esta dinâmica e fez com que a inflação disparasse: na Zona Euro, chegou aos 10,6% em outubro de 2022 e em Portugal alcançou os 10,1%.

O regresso da inflação teve também como consequência o regresso do debate sobre a origem, mecanismos de propagação e consequências do surto inflacionista, bem como sobre as respostas necessárias, que variam em função do diagnóstico sobre a sua natureza.

Neste contributo, procuramos contribuir para este debate e dar resposta a algumas questões:

1. Que origem e mecanismos de propagação tem a inflação contemporânea em Portugal e na Zona Euro?
2. O que sustenta as diferentes interpretações do fenómeno inflacionário?
3. Que políticas públicas são mais adequadas em face de uma inflação com esta natureza?

6 / 94

Para responder a estas questões, a análise divide-se em quatro secções. A primeira secção faz uma análise dos principais factos estilizados relacionados com a evolução recente da inflação em Portugal e na Zona Euro, analisando os dados diretamente associados à evolução dos preços, bem como outras variáveis conexas, cuja análise se considera essencial para traçar um quadro analítico completo sobre a origem e os determinantes de propagação do processo inflacionário. A segunda secção mapeia o debate teórico motivado pela inflação, avaliando duas visões contrastantes sobre o fenómeno (a perspetiva da *economia neoclássica* e a perspetiva da *economia política crítica*). A terceira secção analisa a evolução recente da economia portuguesa à luz do debate teórico prévio, enquadrando a discussão no contexto do debate sobre a sua inserção semi-periférica. Procura-se evidenciar que a política monetária recessiva apresenta efeitos diferenciados numa economia com estas características, que amplificam a

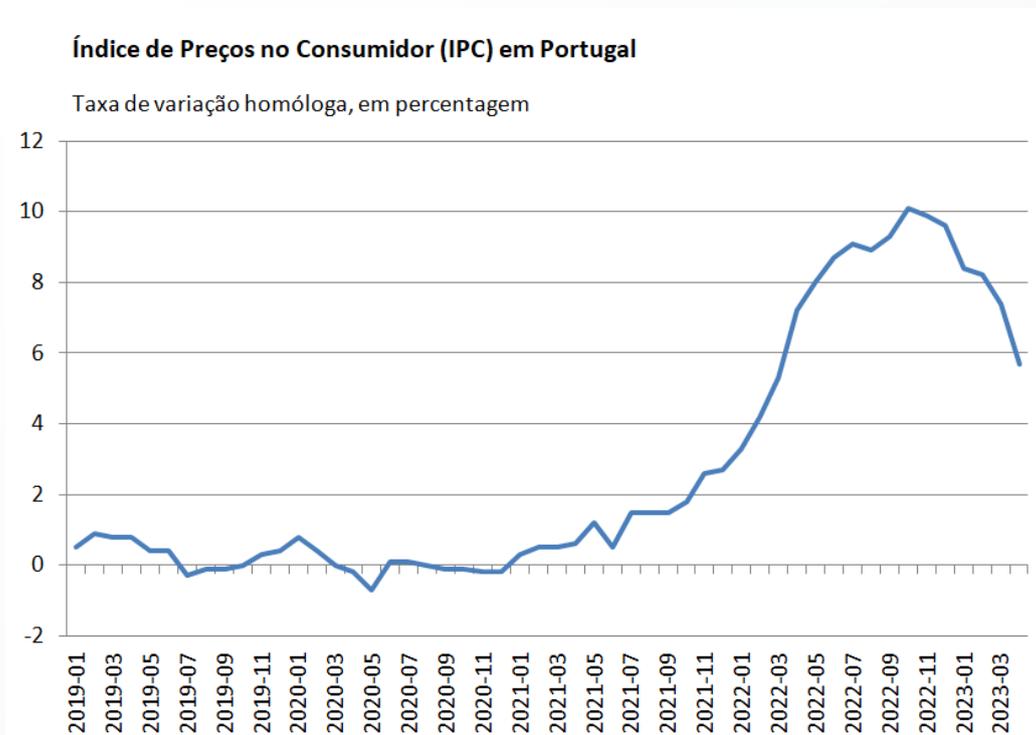
sua perversidade e reforçam a acuidade da oposição manifestada pela economia política crítica. Por último, a quarta secção avalia a plausibilidade empírica de uma posição com grande disseminação no debate – a do risco de uma espiral inflacionária provocada pelo crescimento dos salários.

## 2. Evolução da inflação em Portugal e na Zona Euro

No ano passado, a inflação atingiu valores que não eram observados na economia portuguesa há cerca de três décadas. A taxa de inflação homóloga aumentou acentuadamente ao longo do ano e atingiu os 10,1% em outubro de 2022, tendo posteriormente começado uma trajetória descendente [Figura 1].

Figura 1

Evolução do Índice de Preços no Consumidor (IPC) na economia portuguesa.



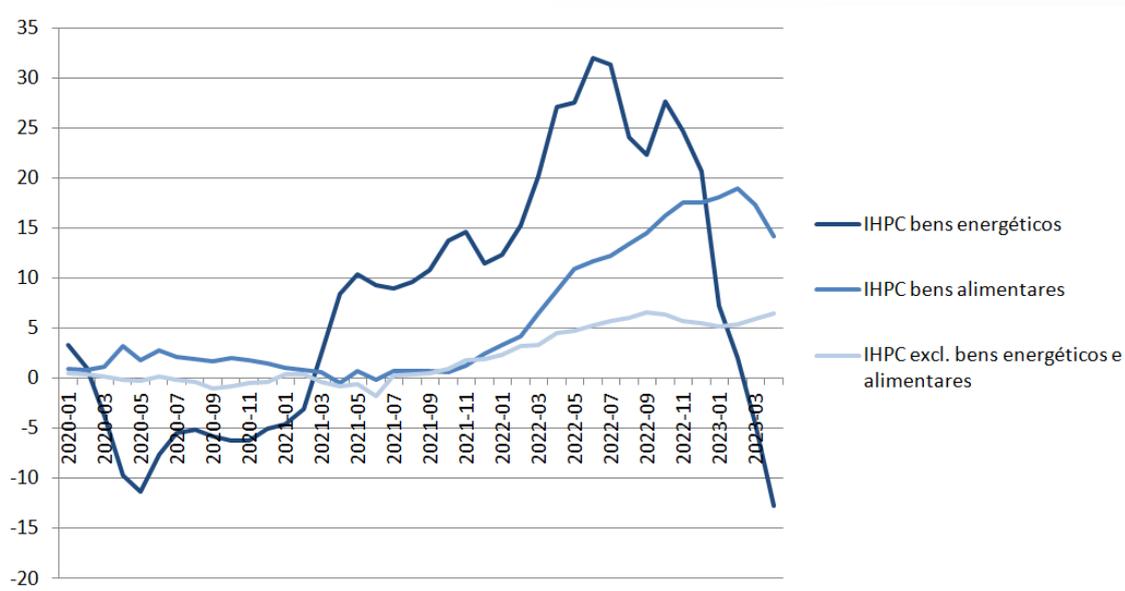
Fonte: Banco de Portugal

É útil decompor a variação da inflação nas suas componentes, nomeadamente no que diz respeito aos tipos de consumo. A Figura 2 mostra que, embora os preços tenham subido de forma generalizada, nem todos

subiram ao mesmo tempo nem da mesma forma. O índice de preços dos bens energéticos (onde se inclui a eletricidade, o gás e os combustíveis) começou a subir de forma expressiva a partir do primeiro trimestre de 2021 e essa subida acentuou-se após o início da guerra na Ucrânia. No índice de preços dos bens alimentares, a subida regista-se sobretudo com o início da guerra. Excluindo estas duas componentes, os preços têm subido de forma bastante menos expressiva.

Figura 2

**Evolução do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) em Portugal, por categorias principais (taxa de variação homóloga).**

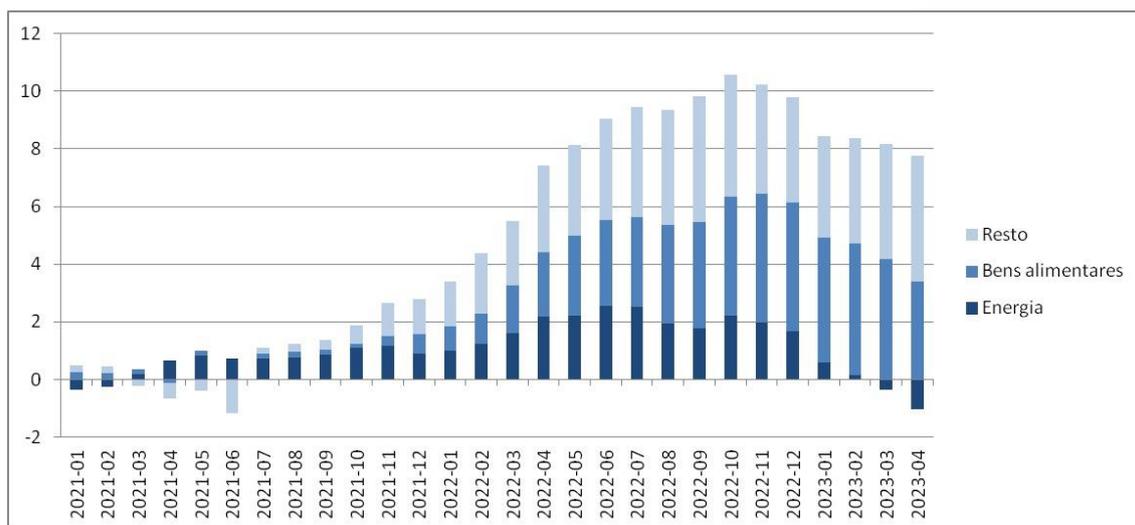


Fonte: Eurostat

Decompondo a evolução do IHPC total, constata-se que os bens energéticos e alimentares foram responsáveis pela maior parte da inflação. A Figura 3 mostra que, no início do surto inflacionista, estas duas componentes explicavam a quase totalidade da subida dos preços, sendo que, mesmo após o início da subida dos restantes preços, estes dois grupos de bens continuaram a contribuir em mais de metade para a evolução do nível geral de preços na economia portuguesa.

**Figura 3**

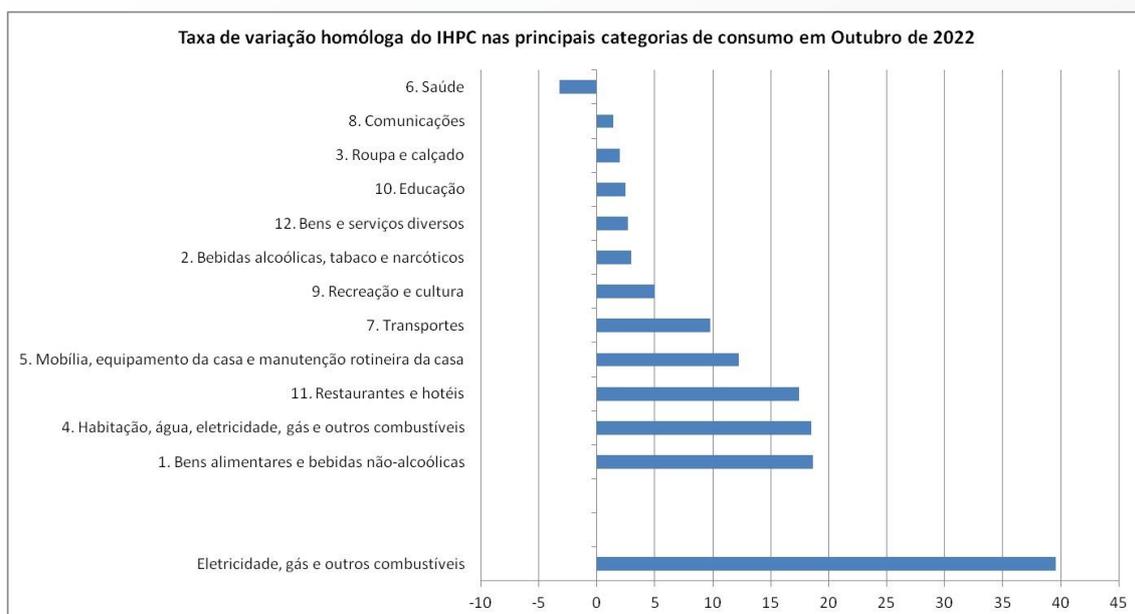
**Contributo da subida dos preços da energia e dos bens alimentares para a taxa de inflação homóloga geral (IHPC).**



Fonte: Eurostat

**Figura 4**

**Taxa de Variação homóloga do IHPC nas principais categorias de consumo em outubro de 2022**

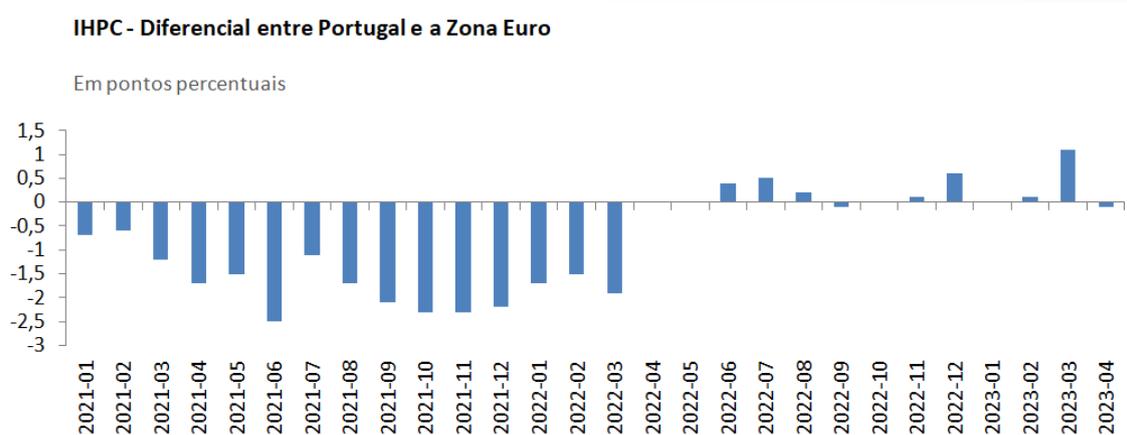


Fonte: Eurostat

Na comparação com a Zona Euro, observam-se dois momentos distintos. Num primeiro momento, que decorreu entre o início de 2021 e o primeiro trimestre de 2022, a inflação em Portugal ficou sistematicamente abaixo da Zona Euro. Num segundo momento, que se inicia no segundo trimestre de 2022 – isto é, após o início da guerra na Ucrânia – a inflação na economia portuguesa passou a ser semelhante ou superior à da média europeia [Figura 5].

**Figura 5**

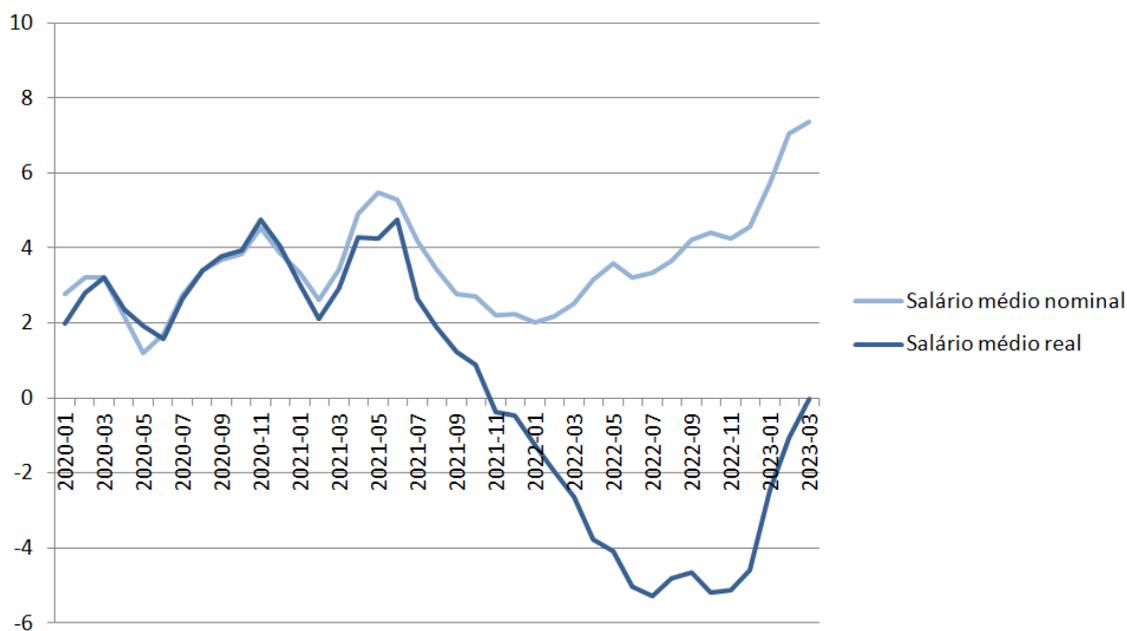
**Diferencial entre o IHPC de Portugal e da Zona Euro (taxa de variação homóloga).**



Fonte: Banco de Portugal

Figura 6

Evolução do salário médio real em Portugal, em termos nominais e reais.

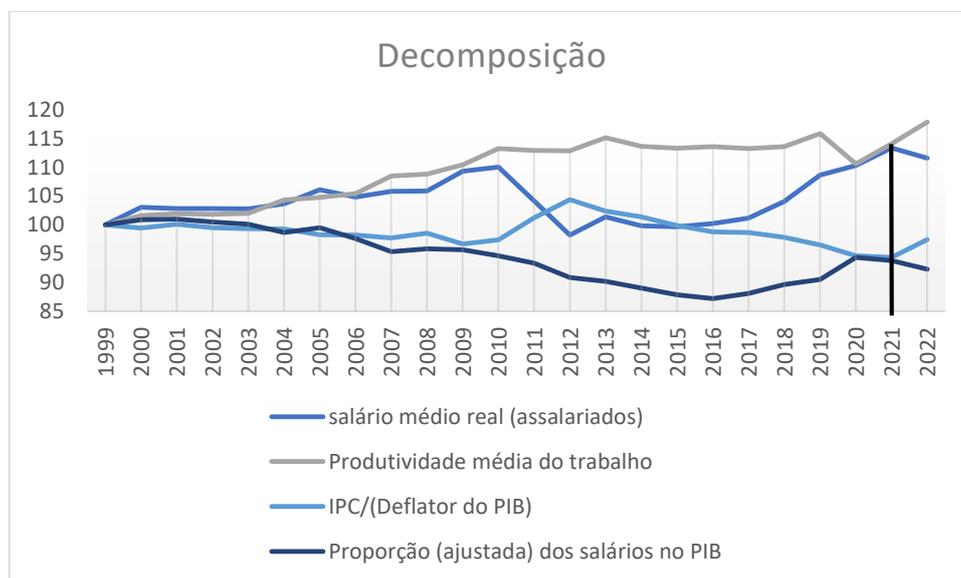


Fonte: Inquérito ao Emprego - INE

Os dados sobre a evolução salarial apresentados na Figura 6 mostram que a remuneração mensal média teve um crescimento nominal muito modesto ao longo de 2022, o que se traduziu numa acentuada quebra em termos reais. No início de 2023, parece ter havido alguma recuperação das perdas reais registadas no ano anterior, embora a evolução dos salários apresente diferenças importantes consoante os setores de atividade. (Argumento explorado mais em detalhe na secção 4).

Figura 7

Decomposição do *Labour Share* (1999-2022)

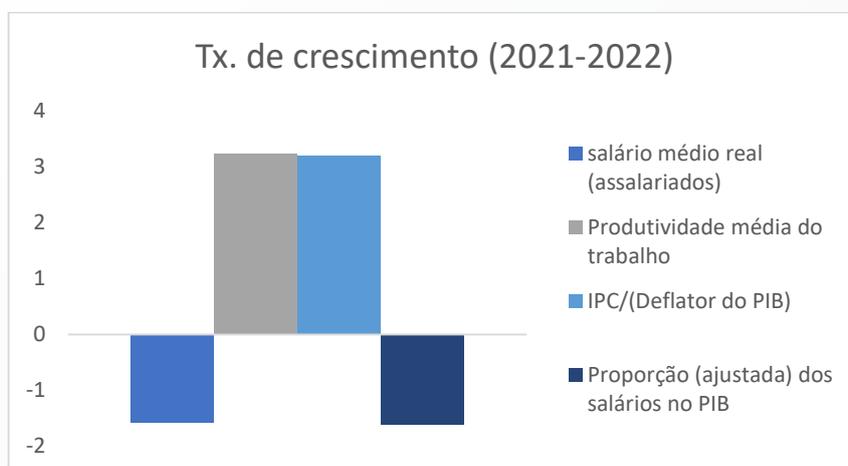


Fonte: AMECO/INE

Figura 8

Decomposição do *Labour share* (2021-2022)

12 / 94



A decomposição da proporção dos rendimentos do trabalho no PIB (*labour share* ou *adjusted wage share*) revela-se de grande utilidade para ilustrar os efeitos distributivos do atual episódio inflacionário.

Esta variável avalia o peso das remunerações do trabalho no PIB. Isto é, qual é o peso dessas remunerações no total do rendimento distribuído na economia durante um dado ano sob a forma de várias classes de rendimento: salários, lucros, rendas e juros. Os detalhes sobre o seu método

de cálculo e discussões metodológicas associadas encontram-se em anexo (ver anexo 1).

Para a estrita compreensão do seu alcance, importa por agora reter que taxa de crescimento desta variável se pode decompor na taxa de crescimento de três componentes: salário médio real, produtividade média do trabalho e rácio de índice de preços.

Em termos formais, temos que:

$$\begin{aligned} g(\textit{Labour Share}) \\ &= g(\textit{salário médio real}) - g(\textit{produtividade média do trabalho}) \\ &+ g(\textit{rácio entre os índices de preços}) \end{aligned}$$

Onde  $g(.)$  representa a taxa de crescimento logarítmica das variáveis.

Uma forma intuitiva de pensar esta decomposição para ilustrar o conflito distributivo passa por focar a análise nas duas primeiras componentes e relegar o comportamento dos índices de preços para um plano secundário.

A figura 8 fornece-nos uma imagem clara da forma como o *labour share* e as suas componentes reagiram a partir do episódio inflacionário. A inflação trouxe uma contração do salário médio real, enquanto a produtividade média do trabalho aumentou, o que se traduziu numa redução da proporção (ajustada) dos salários no rendimento nacional (*labour share*). Isto é, o episódio inflacionário saldou-se numa ação regressiva sobre o rendimento do fator trabalho. 13 / 94

É relevante colocar esta variação num horizonte temporal mais largo, como sugere a figura 7. Observe-se, num primeiro momento, que a economia portuguesa registou (com raras exceções) uma quebra gradual do *labour share* desde início da amostra até 2017. Essa queda foi particularmente intensa durante o período de austeridade, começando apenas uma recuperação lenta a partir de 2017. Esta trajetória é a convergência provável de dois fatores. Um primeiro de natureza cíclica, associada à expansão/contração do desemprego. O aumento massivo do desemprego durante o período da austeridade diminuiu significativamente o poder negocial dos trabalhadores. Sob o espectro do desemprego generalizado, os trabalhadores tiveram de aceitar aumentos salariais muito inferiores à produtividade. Esse padrão manteve-se até 2017, começando uma lenta trajetória ascendente quando o desemprego atingiu de novo valores mais

baixos. O *labour share* registaria uma evolução ascendente mais pronunciada em 2020, fruto da circunstância excecional da manutenção dos rendimentos salariais durante a pandemia através de apoios públicos. Mas o atual momento inflacionário marcou o fim da tendência de valorização salarial dos salários consistente com a retoma do *labour share*. O salário médio real caiu para de novo para valores próximos de 2010, o que, a par da subida da produtividade, se saldou numa diminuição da proporção dos salários no rendimento nacional com a sua transferência para o fator capital.

Deve ser observado que existe uma discrepância não negligenciável entre a evolução do salário médio real extraído do Inquérito ao Emprego e das Contas Nacionais. Embora ambas as fontes apontem para diminuição do salário real (-4% e -1,57%, respetivamente), a queda é bastante mais expressiva na primeira das fontes. Ainda que os métodos de recolha de dados sejam diferentes e deva ser esperada alguma discrepância entre as duas variáveis, não se pode ignorar que, para o ano em análise, a diferença é significativa. Note-se, contudo, que os dados das contas nacionais não venham a ser revistos no futuro para valores mais próximos dos registados no inquérito ao emprego, uma vez que são apresentados ainda como provisórios para o ano de 2022.

14 / 94

### **3. Debate teórico no contexto internacional e nacional**

O atual debate sobre a inflação pode ser decomposto, no essencial, em duas grandes perspetivas. Por um lado, a da *economia neoclássica*, hegemónica nas principais instituições internacionais de política económica, como a Reserva Federal Norte-Americana (FED) e o Banco Central Europeu (BCE), e, por conseguinte, maioritária no debate público nacional. Por contraponto, a da *economia política crítica*, cujas posições se encontram sustentadas por tradições que se opõem às várias sínteses da tradição neoclássica, como a keynesiana, a marxista ou a institucionalista.

Foram eleitas três categorias para caracterizar cada uma destas perspetivas no que respeita ao presente momento inflacionário: a sua origem, os mecanismos de propagação e as propostas de políticas públicas a adotar.

### 3.1. Perspetiva da economia neoclássica

O conceito “economia neoclássica” é aqui referido em sentido lato, compreendendo diferentes sínteses e correntes do pensamento neoclássico ao longo do século XX, cujas características relevantes para a discussão serão detalhadas ao longo do texto. No entanto, todas essas variantes convergem em duas características centrais e interrelacionadas que lhe conferem a possibilidade de serem agrupadas numa única categoria analítica: (i) a adesão à dicotomia clássica a longo-prazo (ainda que em versões mais fortes e mais fracas), que se traduz numa divisão clara da economia entre um plano real, de troca, onde se estabelecem os preços relativos, determinantes para a alocação de recursos, e uma esfera monetária, correspondente ao stock de moeda necessário para efetuar essas trocas, sendo que a curto-prazo a esfera monetária pode ter efeitos económicos reais, mas, no longo-prazo, a política monetária e orçamental só pode influenciar o nível geral de preços (isto é, o equilíbrio de longo-prazo é invariante à procura agregada); e (ii) a visão de que a propagação do contexto inflacionário se reduz necessariamente a dois cenários, que podem ou não coexistir simultaneamente, em função das posições no debate: um cenário de excesso de procura (*output gap*) (motivado por uma expansão excessiva do produto efetivo ou por uma contração do produto potencial) e/ou um cenário de desancoragem das expectativas, que pode ou não estar relacionada com o excesso de procura. 15 / 94

#### 3.1.1. Origens da inflação

Entre os proponentes desta perspetiva, é importante reconhecer que existe mais do que uma interpretação sobre a origem da inflação.

Uma das interpretações considera que a atual inflação resulta de um excesso de procura agregada – isto é, da existência de intenções de consumo e investimento *ex ante* que excedem as capacidades produtivas da economia, levando a um aumento generalizado dos preços. Entre esta interpretação do *excesso de procura* podem distinguir-se duas variantes, com diferentes níveis de influência no debate público e académico.

A interpretação mais estrita desta visão, que designaremos por *monetarista*, sustenta que a inflação neste contexto é somente o reflexo inevitável da

grande expansão do stock de moeda na década anterior. Os defensores desta tese baseiam-se na teoria monetarista, segundo a qual todos os processos de expansão monetária e/ou orçamental, que não são acompanhados por um correspondente aumento de impostos, provocam inevitavelmente uma subida do nível geral de preços na economia. A perspetiva monetarista assenta numa interpretação específica da causalidade encerrada na identidade matemática  $MV = PY$ , onde  $M$  representa a massa monetária,  $V$  representa a velocidade da moeda (que pode ser entendida como uma medida da frequência das transações na economia),  $P$  representa o nível geral de preços e  $Y$  representa o produto real da economia. Assumindo que a quantidade de moeda em circulação não influencia de forma permanente a capacidade de produção da economia (neutralidade da moeda), que a velocidade da moeda ( $V$ ) é constante e que a economia se encontra sempre próxima do pleno-emprego (pelo que  $Y$  também é constante), a taxa de crescimento da massa monetária ( $M$ ) define a taxa de crescimento do nível geral de preços ( $P$ ), isto é, a inflação. Desta forma, não há espaço para efeitos reais da política monetária: um aumento da quantidade de moeda em circulação apenas gera um aumento equivalente dos preços. À luz desta perspectiva, a inflação atual foi provocada pelas políticas expansionistas do BCE e dos governos. Ao injetarem grandes quantidades de dinheiro na economia, por via dos programas de compra de ativos financeiros por parte do banco central e das medidas de apoio à manutenção dos rendimentos das famílias e empresas por parte dos governos, as autoridades públicas aumentaram a oferta de moeda de forma significativa e geraram um excesso de procura que se traduziu num aumento da inflação. Uma declinação comum deste argumento envolve a referência à teoria orçamental do nível de preços (*fiscal theory of price level*). A direção causal é similar, mas privilegia-se outro canal de ajustamento. A teoria consiste na ideia de que, após um choque orçamental expansionista, o nível de preços se terá de ajustar ao longo do tempo, de modo que os estados satisfaçam a sua restrição orçamental intertemporal. Esta visão teve um acolhimento marginal nos círculos de debate público e académico e público internacional. A exceção pontual foi o economista britânico Martin Wolf que, na sua coluna no *Financial Times*, alertou para que “os bancos centrais têm de reconsiderar algumas das suas doutrinas recentes. Tal como a inflação demonstrou que o sistema financeiro importa, o surto inflacionário mostrou que a moeda

importa [...] Sim, não se pode dirigir a economia através da oferta de moeda. Mas também não se pode ignorá-la.” (Wolf, 2022).

A segunda variante da visão do excesso de procura, que será classificada por *excesso de procura condicional*, é muito popular em alguns segmentos influentes do debate público internacional, sobretudo no contexto norte-americano, contando com o apoio de economistas como Larry Summers (2022), antigo economista-chefe na administração Obama e Secretário do Tesouro na de Clinton, ou Ben Bernanke, anterior presidente da Reserva Federal Norte-Americana (Bernanke, 2022). O argumento central dos proponentes desta visão é que os governos e os bancos centrais se basearam num diagnóstico errado sobre a natureza da recessão provocada pela pandemia e, por isso, aplicaram políticas desadequadas. De acordo com esta perspetiva, os governos e bancos centrais projetaram as suas políticas para uma recessão em recuperação lenta, na qual os efeitos de persistência (histerese) e as expectativas negativas levariam a economia a retornar lentamente ao seu estado de equilíbrio. Contribuindo para essa previsão estava a experiência da recessão que se seguiu à Grande Crise Financeira de 2007-08, caracterizada por uma recuperação lenta do produto e do emprego. Desta forma, os bancos centrais e governos foram levados a acreditar que as políticas utilizadas para lidar com a crise anterior poderiam ser repetidas, e desta vez de forma fortalecida, dada a natureza única do choque introduzido pelos constrangimentos associados à crise pandémica. Na realidade, as economias desenvolvidas recuperaram de forma mais rápida, aproximando-se mais de uma trajetória em forma de V (quebra acentuada seguida de recuperação relativamente rápida), em parte devido às políticas de apoio à manutenção do emprego e dos rendimentos. O economista Ricardo Reis insere-se no grupo dos que defendem que as autoridades se basearam num diagnóstico errado: “Talvez influenciados em demasia pela experiência da grande crise financeira, muitos esperavam cicatrizes duradouras da recessão da COVID. Evitar uma queda acentuada exigia uma resposta forte. Em vez disso, a economia recuperou rapidamente antes mesmo do final de 2020. Entre o fim do segundo trimestre de 2020 e o final de 2021, o PIB real cresceu 14,9% nos Estados Unidos e 17,5% na área do euro. [...] Em vez de cicatrizes e histerese, a economia mostrou capacidade de substituição intertemporal entre produção e consumo” (Reis, 2022). Apesar de observarem essa trajetória, os bancos centrais, na ótica destes economistas, decidiram manter os programas de estímulos para lá do razoável.

Fundamental para essa decisão, segundo esta perspetiva, foi uma interpretação equivocada da natureza dos choques. Os bancos centrais interpretaram os choques associados aos constrangimentos das cadeias globais de produção, em primeiro lugar, e aos custos de energia, em segundo lugar, como meros choques conjunturais, nos quais a inflação seria o resultado de um ajuste temporário e reativo das margens das empresas.: "O diagnóstico dos bancos centrais era semelhante em todas as economias avançadas. Em termos da curva de Phillips, os decisores públicos interpretaram todos os choques como choques temporários de margens (...). Esse diagnóstico era duvidoso, tanto na altura como em retrospectiva. Muitos desses choques podem ser igualmente interpretados como choques do nível potencial de produção. Por exemplo, o problema das cadeias de abastecimento global afeta a tecnologia real usada para produzir bens, não apenas o poder de mercado das empresas. Além disso, se o rumo da globalização for mudar, como alguns argumentaram, isso provavelmente afetará a capacidade produtiva da economia" (Reis, 2022). Neste quadro, a inflação não é resultado de um choque temporário nas margens, mas sim de um desvio expansionista (*output gap* positivo) causada por dois fatores que se reforçaram mutuamente: o aumento da procura causado pela política monetária expansionista seguida pelos bancos centrais (causando um aumento do PIB efetivo) e uma queda do PIB potencial, causada pelos constrangimentos nas cadeias globais de valor e pelos choques energéticos que se seguiram. 18 / 94

Em contraponto à visão do excesso de procura (em ambas as suas variantes), existe uma visão alterativa no campo neoclássico, que será classificada, por simplificação, como a *posição dos bancos centrais*, por corresponder à interpretação dos eventos traçada pela FED e pelo BCE. Compreender as nuances desta interpretação é fundamental não apenas para compreender a heterogeneidade existente no campo neoclássico, mas também, e principalmente, para compreender a inflexão de narrativa dos bancos centrais durante este debate.

Esta visão contrasta com a visão do excesso de procura em dois domínios fundamentais. Em primeiro lugar, rejeita a ideia de que a política monetária e orçamental expansionista seguida pelos bancos centrais tenha sido responsável pela eclosão da inflação. Na verdade, os proponentes desta versão consideram que os programas de estímulo orçamental e monetário

foram importantes para alavancar a recuperação das economias após a recessão verificada em 2020, evitando efeitos negativos de histerese que se verificaram em recessões anteriores. Não existe uma crítica *expost* à política que foi seguida, ao contrário do que reclamam os autores situados na tese do excesso de procura. Pelo contrário, para esta visão a inflação teve origem nos constrangimentos persistentes nas cadeias de produção pós-covid e na elevação dos preços de matérias-primas fundamentais em resposta à guerra da Ucrânia. Isto é, a origem da inflação foi primariamente do lado da oferta.

Nos primeiros meses do episódio inflacionário, os bancos centrais colocaram-se ao lado da ideia de que o choque era temporário e não colocava um risco plausível de se perpetuar a longo-prazo. No entanto, esta posição viria a mudar subitamente a partir de março de 2022 no caso da FED e de maio no caso do BCE. A partir desse momento, os bancos centrais passaram a sustentar que a inflação tinha o risco de se tornar persistente por via do efeito das expectativas dos agentes económicos. Segundo a sua interpretação, Isso deveu-se ao facto de choques que se julgavam ser temporários se terem revelado muito mais persistentes, muito devido à eclosão e persistência da guerra da Ucrânia. Isto é, não reconhecem a acusação feita pelos autores do excesso de procura, segundo a qual o problema se deveu a um desvio expansionista no contexto de uma má previsão da recuperação económica. Tratou-se, pelo contrário, da persistência de choques que seriam temporários caso um evento totalmente exógeno e imprevisível como a guerra da Ucrânia não se tivesse verificado.

19 / 94

Este padrão de alteração súbita de posição fica evidente através da leitura dos comunicados de política monetária do BCE e dos discursos de Christine Lagarde. Em novembro de 2021, o BCE declarava: "(...) não vemos as condições – seja no nível da economia como um todo, seja no nível setorial – para que taxas de inflação acima da nossa meta se tornem autossustentáveis. (...) para que isso aconteça, normalmente é necessário um “mecanismo de amplificação” em toda a economia, onde a produção aumenta persistentemente acima do seu nível potencial, com os salários e os preços a crescer. Mas não vemos essa dinâmica a funcionar hoje na zona euro. Atualmente, a zona euro está a experienciar uma forte procura como fenómeno de “catch-up”, mas não vemos procura excessiva. A procura agregada está atualmente abaixo do nível pré-crise (BCE, 2021). Em março de

2022, mês em que o FED anunciou seu primeiro aumento de juros, o BCE ainda negava a hipótese de tomar a mesma decisão num futuro próximo. O BCE reconheceu o provável impacto da guerra em aumentar significativamente a persistência dos estrangulamentos de oferta, bem como altos custos de energia e alimentos, mas deixou claro que ajustes na política de juros só seriam considerados ao final do programa de compras (então projetados para o final de 2022). A única mudança na ação de política monetária que foi explicitamente considerada foi uma recalibração do programa de compra de ativos no terceiro trimestre de 2022. (BCE, 2022a). Em abril, última reunião que antecedeu a mudança de postura monetária, o BCE enfatizou que o crescimento dos salários não estava a contribuir para as pressões inflacionárias. “Até agora, no entanto, o crescimento salarial manteve-se fraco (...) e as expectativas de inflação na zona euro mantêm-se em torno do nosso objetivo” (BCE, 2022a). Contudo, esta foi a primeira vez em que o discurso verificou uma alteração clara de tónica. Lagarde glosaria o famoso discurso de Draghi em 2012, mas desta vez para garantir o compromisso a qualquer custo com a estabilidade de preços. “Tomaremos todas as medidas necessárias para cumprir o mandato do BCE de buscar a estabilidade de preços e contribuir para salvaguardar a estabilidade financeira” (BCE, 2022a). 20 / 94

Em maio, ao mesmo tempo em que o BCE declara que ia aumentar as taxas de juro perto do início do primeiro trimestre de 2023, rejeita explicitamente um cenário de excesso de procura: “Não temos excesso de procura agregada na zona euro – consumo e o investimento ainda estão abaixo dos níveis pré-crise – e a guerra está a criar um desafio para a política monetária ao moderar as taxas de crescimento e aumentar ainda mais a inflação” (BCE, 2022b). Na reunião seguinte, em junho, o BCE não só declara uma data para aumentar oficialmente a taxa de juro de referência (1 de julho) como também anuncia que pretende aumentar consistentemente a taxa de juro de curto prazo nas reuniões seguintes. “Esperamos aumentar novamente as principais taxas de juros do BCE em setembro. (...) além de setembro, com base na nossa avaliação atual, prevemos que uma trajetória gradual, mas sustentada, de novos aumentos nas taxas de juros será apropriada. Em linha com o nosso compromisso com o nosso objetivo de médio prazo de 2%” (BCE, 2022c). Em setembro, é reforçada a ideia de que a política contracionista iria tão longe quanto o necessário para cumprir a meta, sinalizando o ritmo acelerado de aumentos de taxas que se seguiram “Em última análise, o

aumento de taxa de juro será o necessário para garantir um regresso sustentado à nossa meta” (BCE, 2022d).

É importante ressaltar, no entanto, que durante essa alteração na orientação da política monetária, o BCE ainda declarava que a causa das pressões inflacionárias que levaram a essa ação não era decorrente de pressões sobre a procura. “Não estamos a ver o tipo de sobreaquecimento causado pela procura que é visível nos Estados Unidos (...). Não estamos diante de uma situação direta de excesso de procura generalizada ou sobreaquecimento económico, caso em que a trajetória ascendente da inflação no médio prazo teria sido mais clara. Apesar da recuperação dos serviços, o consumo privado na zona do euro ainda está mais de 2% abaixo do nível pré-pandémico” (BCE, 2022d). Nesta declaração fica claro que o BCE continua a não reconhecer erros fundamentais na sua atuação durante o choque pandémico, ao contrário do defendido pelos defensores da visão de excesso de procura.

Finalmente, importa notar que embora acabem por convergir na importância das expectativas como principal risco de propagação da inflação 21 / 94 para o longo-prazo (por mecanismos que se detalham na próxima subsecção), diferem no processo que esteve na origem dessa propagação. Para os proponentes do excesso de procura, esse processo foi causado por um *output gap*, simultaneamente originado por um aumento do produto efetivo e uma queda abrupta do produto potencial. Já que discordam do papel expansionista da procura como causa da inflação, a posição dos bancos centrais tem de ser distinta. O BCE rejeita que a desancoragem das expectativas esteja de forma alguma relacionada com um *output gap* positivo, declarando várias vezes que a economia da zona euro se encontra abaixo do pleno emprego. Para o BCE, a desancoragem das expectativas tem como causa principal a incorporação paulatina do nível mais elevado de inflação nas expectativas dos agentes.

### 3.1.2. Mecanismos de propagação

No campo da visão neoclássica, o mecanismo de propagação assenta na interação entre as expectativas e o mercado de trabalho, embora a referência a este último fique por vezes apenas implícita. Independentemente da sua origem, a inflação é propagada no tempo através das reivindicações por aumentos dos salários nominais. A causalidade dessa propagação é clara e

parte da exigência do crescimento considerado excessivo dos salários nominais para a inflação. Por outras palavras, as exigências salariais dos trabalhadores são *a causa* da propagação da inflação no tempo.

A modelação das expetativas e a estrutura do mercado de trabalho dependem do tipo de curva de Phillips presente na análise. A curva de Phillips estabelece a relação entre o nível de desemprego e a evolução dos salários nominais. Contemporaneamente, existem duas formas populares de estabelecer a estrutura funcional da curva de Phillips no seio do campo neoclássico, que têm vindo a disputar a hegemonia ao longo dos últimos anos: o modelo triangular e a curva de Phillips da nova síntese neoclássica (Gordon, 2011). Em comum, têm a conclusão herdada do modelo monetarista de que a longo-prazo a curva de Phillips é vertical a um nível de desemprego exógeno, que não pode ser alterado pela procura agregada (dependendo de fatores estruturais e institucionais, como a mobilidade da força de trabalho ou a legislação laboral mais ou menos “rígida”). A maior diferença entre estas duas especificações respeita à especificação das expetativas. Enquanto o modelo triangular privilegia expetativas adaptativas (baseadas na inflação verificada nos períodos anteriores), o modelo da nova síntese neoclássica utiliza expetativas prospetivas (*forward-looking expectations*). Para enquadrar o atual debate, pode considerar-se que as expetativas seriam mistas e perceber a importância da maior ponderação de um ou outro tipo de expetativas para a heterogeneidade de posições em debate.

22 / 94

Perceber a dinâmica de propagação da inflação no contexto da visão neoclássica implica então perceber a interação entre o mercado de trabalho e as expetativas.

O mercado de trabalho implícito no modelo opera em concorrência imperfeita. Isto significa que cada uma das partes do conflito distributivo tem a capacidade parcial de reivindicar a sua parte no excedente de produção. No entanto, existe apenas um nível de desemprego que é consistente com um nível de inflação estável. Níveis de desemprego fora desse valor geram a necessidade de variações do nível de inflação, de modo a que as expetativas reais de salários e lucros *ex ante* sejam compatíveis com o valor acrescentado existente *ex post*. Num cenário de excesso de procura face ao produto potencial, o desemprego reduz-se para um valor inferior ao seu nível estrutural, aumentando o poder negocial dos trabalhadores e levando a um aumento mais acentuado das exigências salariais reais.

Assumindo a premissa que as expectativas de lucro são constantes e que a produtividade se mantém constante, o crescimento mais acentuado dos salários nominais traduz-se numa aceleração dos custos unitários do trabalho e logo dos preços.

Neste enquadramento teórico, as expectativas desempenham um papel essencial. Tome-se o caso de expectativas exclusivamente adaptativas. Neste caso, os agentes económicos (com especial ênfase nos trabalhadores) tomam o nível de nível de inflação do período presente como referência para formar as expectativas do salário real futuro. Num contexto de excesso de procura, essa ação vai desencadear uma espiral salários-preços, já que a cada novo período os trabalhadores vão ter de exigir de exigir salários nominais superiores para atingir o mesmo valor real. Esta é uma exigência considerada espúria, já que os trabalhadores nunca conseguirão aumentar o valor real do seu salário para lá do imposto pelas condições estruturais da economia. Este mecanismo de espiral-salários preços é claramente descrito por Layard et al (1994): “[Q]uando a procura crescente reduz o desemprego (pelo menos, relativamente aos valores experienciados no passado recente, as pressões inflacionistas emergem. As empresas começam a competir entre si para atrair mão-de-obra e os trabalhadores sentem-se mais confiantes nas reivindicações salariais. Se a pressão inflacionista for demasiado forte, a inflação entra numa espiral ascendente: salários mais altos levam a preços mais elevados, levando a salários ainda mais altos, e assim sucessivamente”.

23 / 94

Com expectativas prospetivas, o cenário é distinto. Aqui torna-se essencial a noção de *credibilidade*, nomeadamente a credibilidade dos bancos centrais quanto à sua adesão à meta de inflação. Se os agentes económicos esperarem que a inflação se mantenha estável a médio prazo (por considerarem, por exemplo, que o compromisso do banco central com a manutenção da estabilidade de preços é credível), o aumento das reivindicações salariais pode não se efetivar de imediato num contexto de excesso de procura, já que os agentes não incorporarão integralmente a inflação atual nas suas expectativas sobre a evolução futura da inflação, esperando que esta regresse à meta do banco central a prazo. No entanto, se os decisores públicos deixarem que o desemprego se mantenha abaixo do seu nível dito natural – o que corresponde ao que se costuma chamar um “mercado de trabalho sobreaquecido” – por um período prolongado, as

expectativas de inflação podem “desancorar” da meta definida pelo banco central (por outras palavras, os agentes passarão a esperar níveis mais elevados de inflação no futuro). Neste quadro, deve esperar-se uma espiral salários-preços semelhante à que se descreveu para o quadro de expectativas adaptativas.

Deve referir-se que parte das diferenças entre os proponentes do excesso de procura e a posição adotada pelos bancos centrais diz respeito ao mecanismo que conduziu à desancoragem de expectativas. Para os primeiros, tal deveu-se a um excesso de procura (concretizada por um output gap positivo) causado pela política monetária expansionista dos bancos centrais e pelo seu excessivo otimismo quanto à ancoragem das expectativas dos agentes. Para os últimos, à (não antecipável) persistência dos choques de oferta adversos.

De qualquer modo, expectativas desancoradas são, neste quadro, tidas como uma ameaça macroeconómica a evitar a todo o custo, uma vez que este mecanismo aumenta não apenas o nível da inflação após o choque inicial, mas também o seu ritmo de evolução através de uma espiral salários-preços. 24 / 94

A tese da espiral inflacionária é influente, tendo sido amplamente invocada pelos decisores públicos para justificar as suas decisões no atual contexto. A tese subjacente é sempre que os salários, mesmo que não tenham sido a causa primeira da inflação, devem ser contidos a todo o custo para evitar a aceleração do nível de preços. Qualquer solução estrutural dirigida a promover aumentos salariais para reestabelecer o seu valor real é encarada como um sofisma, que apenas agravaria o cenário macroeconómico inflacionário, sem conseguir aumentar o valor real dos salários.

Em Portugal, tanto o governo como o Banco de Portugal têm adotado uma versão desta perspetiva. No ano passado, em mais do que uma ocasião, o primeiro-ministro António Costa rejeitou a hipótese sequer de aprovar aumentos salariais em linha com a inflação (e para que o peso dos salários no rendimento nacional permaneça constante o crescimento dos salários reais deve estar alinhado com a produtividade). Alertou ainda para os riscos de um crescimento excessivo dos salários. O primeiro-ministro argumentou que “temos de travar a inflação e não disseminar a inflação, gerando uma espiral inflacionista”, acrescentando que “se os preços estão a aumentar porque os custos de produção estão a subir na área da energia, então, por

essa via [aumentos salariais compensatórios], iríamos só aumentar mais os custos de produção. Os preços iriam aumentar e cairíamos na ilusão do aumento do rendimento, que rapidamente seria comido pela subida da inflação” (Costa, 2022). O ministro das Finanças, Fernando Medina, seguiu o mesmo raciocínio e sublinhou a necessidade de evitar “os erros do passado, que contribuiriam para espirais inflacionistas e subidas de rendimento que se revelariam meramente ilusórias” e defendeu a estratégia de contenção salarial do governo para a função pública com base na ideia de que era necessário “não adicionarmos nós, através da política [salarial], um prolongamento da inflação elevada” (Medina, 2022). Do lado do banco central, o governador Mário Centeno sublinhou que “os salários são sempre uma fonte de preocupação no sentido da dinâmica que podem incutir aos preços” e afirmou que “espirais em que os preços são alimentados por aumentos salariais, que por sua vez retroalimentam-se uns aos outros, não são desejáveis e devem ser, obviamente, evitadas” (Centeno, 2022).

### 3.1.3. Respostas

Embora o diagnóstico apresentado seja composto por mais do que uma 25 / 94 variante, existe um grande consenso entre os economistas neoclássicos no que diz respeito às respostas vistas como necessárias. O elemento comum é a política monetária: os bancos centrais devem aumentar as taxas de juro de referência, encarecendo o crédito e tornando mais difícil o recurso a empréstimos para financiar intenções de consumo e investimento. Através desta política, os bancos centrais têm a capacidade de restringir a procura agregada e, de acordo com a visão acima expressa, reduzir as pressões inflacionárias. Em simultâneo, esta é a estratégia que permite aos bancos centrais demonstrar publicamente o seu compromisso com as metas de inflação que constam dos seus mandatos (no caso do BCE, a meta é de 2%), sinalizando aos restantes agentes económicos que a política monetária passou a ser restritiva.

De acordo com esta perspetiva, há dois mecanismos centrais através dos quais o BCE pode diminuir as expectativas sobre a inflação. O primeiro é o que atua por via do efeito imediato na procura agregada e no poder negocial dos trabalhadores: ao restringir o acesso a crédito, o banco central comprime o consumo e o investimento, fazendo com que o produto regresse a um valor abaixo do potencial, o que significa reduzir a atividade económica e aumentar o desemprego. O segundo é o que se prende com a credibilidade

do banco central: assumindo que os agentes formulam as suas decisões com base nas expectativas sobre o futuro e que incorporarão esta mudança de política monetária nas suas expectativas, passando a esperar níveis de inflação mais reduzidos a prazo, haverá menos pressão do ponto de vista das reivindicações salariais reais no presente, o que pode evitar a emergência de uma espiral inflacionista.

Quem atribui mais importância ao mecanismo das expectativas dos agentes considera que a política monetária restritiva pode ser bem-sucedida no objetivo de controlar a inflação, sem causar danos sociais significativos do ponto de vista do desemprego e dos rendimentos (*soft-landing*). No entanto, quem coloca a ênfase no mecanismo da procura agregada reconhece que a solução proposta terá impactos negativos mais substanciais na atividade económica, no emprego e nos rendimentos (*hard-landing*). Olivier Blanchard, ex-economista-chefe do Fundo Monetário Internacional (FMI), deixa-o claro: “A triste verdade é que não existe uma desaceleração [da atividade económica] sem um aumento do desemprego. A esperança de reduzir as ofertas de emprego mantendo o desemprego constante [...] é vã. As oportunidades de emprego vão reduzir-se; o desemprego vai aumentar” 26 / 94 (Blanchard, 2022).

Note-se que existe uma explicação teórica para esta dissensão. Num contexto de expectativas adaptativas, a única forma de travar a evolução da espiral inflacionista é causar uma recessão para deprimir a procura e elevar o desemprego acima do seu valor dito natural ou estrutural, ponto a partir do qual as expectativas de salário real serão trazidas abaixo do ponto de equilíbrio e a inflação pode voltar a diminuir. Num contexto de expectativas prospectivas, é possível voltar a uma inflação estável apenas levando o desemprego para o seu valor estrutural, sem necessidade de o exceder temporariamente. No caso em que as expectativas tenham desancorado, sem que exista um *output gap* positivo (como tem defendido o BCE), a restauração da “credibilidade” do Banco Central por intermédio da subida das taxas de juro é suficiente para trazer a inflação ao seu valor objetivo com impactos apenas marginais no nível de desemprego.

Além da política monetária restritiva, o BCE tem defendido que a política orçamental dos governos deve acomodar-se ao novo ciclo – isto é, também deve ser restritiva – para conter a procura agregada, auxiliando os esforços do banco central. De acordo com Christine Lagarde, presidente do BCE, os

governos da Zona Euro têm de “recalibrar” a política orçamental e reduzir a despesa pública, já que “um apoio orçamental prolongado pode atrasar o efeito da política monetária” (Lagarde, 2023). Segundo esta perspetiva, as medidas devem ser cirúrgicas, reduzidas e destinadas apenas às famílias mais carenciadas.

## **3.2. Perspetiva da economia política crítica**

### **3.2.1. Origens da inflação**

A visão da economia política crítica<sup>2</sup> rejeita a ideia de que a inflação resulta de um excesso de procura. Sustenta-se para isso no facto de a atividade económica ainda se encontrar abaixo dos valores anteriores à pandemia quando a inflação começou a aumentar, o que é indicativo de que os problemas não se encontram primariamente do lado da procura – sobretudo tendo em conta que mesmo os valores anteriores à pandemia não devem ser tomados como referência, já que eram inferiores aos das últimas décadas, após um processo de estagnação da procura agregada nas economias avançadas.

27 / 94

No plano empírico, sustenta-se também a hipótese de que o aumento de preços precedeu a trajetória ascendente dos salários nominais, o que obsta à visão de que o crescimento dos últimos teriam sido a causa primeira do episódio inflacionário. Para que tal tivesse sucedido, o crescimento dos salários nominais deveria ter precedido (ou, pelo menos, ser contemporâneo) da subida da inflação.

No contexto da crítica à tese do excesso de procura, opõem-se ainda em particular à tese monetarista que atribui centralidade à evolução do stock de moeda para justificar o surgimento da inflação. Estes economistas tomam como evidente que as últimas décadas foram marcadas por uma ausência de correlação entre os agregados monetários e a atividade económica (ver gráfico em anexo). De Grauwe e Polan (2005) analisaram a relação de longo prazo entre o crescimento monetário e a inflação (durante um período de 30 anos) para cerca de 100 países e concluíram que, exceto para os países com hiperinflação, não há relação significativa de longo prazo entre crescimento monetário e inflação. Além disso, sublinham que a teoria quantitativa da

---

<sup>2</sup> Embora com certa heterogeneidade interna, o campo da economia política crítica apresenta uma grande convergência de posições no presente debate, o que permite a sua apresentação numa categoria singular nesta análise.

moeda escolhe um sentido de causalidade entre o stock de moeda e o nível de preços que depende da premissa de que a moeda é exógena. No campo da economia política crítica, este facto é disputado e sustenta-se que a moeda, em grande medida, evolui endogenamente com atividade económica e com o nível de preços, mas não os determina. (ver Kaldor, 1985 ou Moore, 1979, para críticas seminais à teoria monetarista).

Por oposição, esta perspetiva atribui as origens da inflação aos desenvolvimentos do lado da oferta, já que a inflação é vista como um processo impulsionado pelos custos (*cost-push*). As ligações intersectoriais e as relações de poder existentes nas economias capitalistas de mercado são fatores cruciais para explicar a origem e a disseminação da inflação. Por um lado, a inflação atual está associada a subidas iniciais dos preços em setores estratégicos para a economia – isto é, setores cujos bens produzidos são incorporados na maioria dos restantes processos produtivos e onde, por esse motivo, um aumento dos preços se reflete na estrutura de custos de boa parte das empresas, fazendo com que a inflação se alastre ao conjunto da economia (Weber et al., 2022). Por outro lado, o processo de transmissão da inflação é influenciado de forma decisiva pelo poder das empresas – tanto no que diz respeito ao grau de concentração dos setores em que operam, como no que diz respeito ao poder relativo face aos trabalhadores no período histórico específico.

28 / 94

Na tradição de do economista Michal Kalecki, a economia política crítica adota, de uma forma geral, a perspetiva de que as empresas decidem os preços de venda com base na sua estrutura de custos, aplicando uma margem (*markup*) percentual sobre a soma dos custos das matérias-primas – bens intermédios utilizados no processo produtivo – e dos “custos” do trabalho (Lavoie, 2022). O *markup* depende do grau de concentração do setor, do seu consequente poder de mercado, do poder reivindicativo dos trabalhadores, entre outros fatores.

Em termos formais, essa estratégia de fixação de preços é dada por:

$$p = (1 + \theta)(ULC + UMC)$$

Onde  $p$  representa o preço do bem,  $\theta$  representa o markup, ULC representa os custos unitários do trabalho (*Unit Labour Costs*) e UMC representa os custos unitários não salariais (ex: matérias-primas, etc) (*Unit Material Costs*).

Uma das críticas frequentes a análises que enfatizam o papel do poder na determinação de preços é que uma parte importante das empresas enfrenta condições concorrenciais que, em certa medida, limitam qualquer discricionariedade na fixação de preços. Assim, é oportuno dividir o tecido empresarial em três categorias essenciais:

(i) *empresas em setores com estruturas oligopolistas e, por isso, com poder de mercado significativo.* Situação normalmente verificada nos setores da energia e da distribuição alimentar. Face a um aumento acentuado dos custos de produção ou em resposta ao clima de incerteza, estas empresas têm capacidade de aumentar os preços que praticam de forma a manter (ou aumentar) as suas margens, como foi identificado desde o início do fenómeno inflacionista (Weber, 2021; Storm, 2022);

(ii) *empresas em setores com menor poder oligopolista que em (i), mas com poder face aos trabalhadores suficiente para manter aproximadamente as suas margens.* Nas economias avançadas, esta será a situação verificada na maioria dos setores. Estas empresas encontram-se numa posição intermédia no que diz respeito ao poder, por operarem em setores menos concentrados, mas mantêm poder significativo nas negociações salariais com os seus trabalhadores, devido ao contexto das últimas décadas, marcado pelo declínio da organização sindical e da negociação coletiva e ao aumento da precariedade laboral. Ao manterem aproximadamente constantes os seus lucros reais num contexto em que os salários reais diminuem, a parte do rendimento total que é recebida pelo capital aumenta;

(iii) *empresas em mercados mais concorrenciais ou onde existe maior poder reivindicativo do trabalho.* Nesta categoria, que inclui as pequenas e médias empresas em setores com maior dispersão (e, tipicamente, menor potencial produtivo) ou empresas de dimensão variada mas que enfrentam sindicatos relativamente fortes, as empresas veem as suas margens de lucro reduzir-se e assiste-se a uma repartição menos desigual do aumento dos custos entre os salários reais e os lucros reais.

Ter presente este enquadramento é importante para a estrutura lógica da subsecção que se segue.

### 3.2.2. Mecanismos de propagação

As diferentes posições das empresas e dos setores de atividade têm influência na propagação da inflação. O aumento dos preços em qualquer setor da economia tem sempre um impacto direto e indireto na inflação: direto, porque esses preços correspondem a uma fração do cabaz de bens e serviços utilizado para calcular a inflação; e indireto, porque são uma componente da estrutura de custos dos restantes setores da economia. Os preços praticados pelos setores do tipo (i), onde se incluem os oligopólios da energia e da produção e distribuição de bens alimentares, representam uma parte substancial dos custos que as restantes empresas enfrentam. Um aumento dos preços praticados nesses setores, associado a lucros extraordinários, rapidamente tem um efeito de propagação da inflação aos restantes setores da economia (Weber et al, 2022; Weber e Wasner, 2023).

É importante notar que os setores em que a inflação se concentrou inicialmente – a energia e, em menor dimensão, os bens alimentares – são justamente setores tipicamente povoados por grandes empresas ou que passaram por um processo de concentração nas últimas décadas, deixando a maioria da quota dos mercados de bens energéticos e da distribuição entregue a um pequeno número de grandes empresas. Face às disrupções nas cadeias de distribuição de matérias-primas, provocadas inicialmente pela pandemia e depois pela instabilidade associada à guerra na Ucrânia, estes setores protegeram-se do aumento do custo das matérias-primas e passaram esse custo para os restantes. Além disso, na Zona Euro e na generalidade das economias avançadas, o poder reivindicativo dos trabalhadores também caiu significativamente neste período com o declínio das taxas de sindicalização e da negociação coletiva.

30 / 94

Entre os autores desta corrente, a inflação é vista como um fenómeno *temporário*, que se dissipa gradualmente quando se dissipam os choques da oferta que estiveram na sua origem. Apesar disso, há fatores que podem contribuir para a persistência e a amplificação do surto inflacionista no período em que os choques se mantêm. Podem distinguir-se três canais de transmissão deste tipo: o canal do *poder oligopolista*, o canal da *financeirização* e o canal do *conflito distributivo*.

O canal do *poder oligopolista* atribui a persistência da inflação ao resultado da interação entre os choques da oferta e a grande concentração de poder privado nas economias capitalistas. As empresas em mercados oligopolistas recorrem a estratégias de conluio explícito ou implícito que permitem a

coordenação do mercado, sobretudo num contexto inflacionista em que existe uma sucessiva revisão dos preços por todas as empresas em simultâneo e cada empresa individual pode aumentar os preços que cobra sem arriscar perder quota de mercado (Weber e Wasner, 2023).

Outro dos fatores que contribui para a possibilidade de elevação do poder de mercado relaciona-se com a forma como a ilusão monetária pode diminuir a resistência dos consumidores à subida de preços (Singer, 2022). Num contexto de inflação próxima de zero, qualquer pequena flutuação de preços é prontamente notada pelos consumidores e pode conduzir, com elevada probabilidade, a um efeito de substituição por outro bem semelhante ou a uma retração da decisão de consumo. No entanto, com inflação em sentido crescente e continuado, esse efeito de resistência tende a desvanecer-se, uma vez que os consumidores já têm a expectativa de encontrar uma alteração de preços. Este mecanismo é consistente com evidência recolhida em questionários às empresas, em que uma grande maioria referia que o maior obstáculo à sua decisão de subir preços se devia ao receio de criar efeitos negativos no consumidor para com a sua marca. Singer, microeconomista cuja investigação assenta no estudo das decisões de fixação de preços das empresas, ilustra este efeito com um exemplo simples: “Atualmente, quando um consumidor entra num restaurante (...) e vê um preço de 50 dólares, já está condicionado a esperar que o preço seja mais elevado. É mais provável que aceite, que tolere os aumentos de preços. Ela não vê isso como um mal, apenas como algo que toda a gente está a fazer. Esta é outra razão pela qual não vemos as pessoas desertarem e imporem uma disciplina de preços. Vai ser muito difícil para os consumidores derrotarem isto através de protestos em massa” (Singer, 2022).

31 / 94

O canal da *financeirização* diz respeito ao papel desempenhado pelos produtos financeiros derivados no processo de formação dos preços de matérias-primas como a comida, o petróleo ou o gás. A volatilidade registada nos mercados financeiros, onde estes produtos são transacionados (acentuada pela incerteza geopolítica associada ao início da guerra), bem como o peso dos grandes fundos de investimento nesses mercados levam a que os preços aumentem muito mais do que aquilo que seria justificado pelas condições da procura e da oferta. Isto é, uma economia internacional muito financeirizada amplificou as flutuações de preços das commodities transacionadas globalmente muito para lá dos fundamentos competitivos.

A este respeito, Jayati Ghosh nota que “No mercado de futuros, os preços do petróleo subiram 39% entre 8 de Fevereiro e 8 de Março de 2022, de \$89 por barril para \$124 por barril, e depois caíram 23% no mês seguinte para \$95 por barril. O preço subiu novamente para \$122 por barril a 8 de Junho, mas caiu para \$88 por barril a 4 de Agosto – abaixo do nível registado em Fevereiro [...] Os preços globais dos futuros de trigo exibiram volatilidade semelhante [...] Estes movimentos dramáticos dos preços não foram desencadeados por alterações reais na produção e na procura. A atividade especulativa desenfreada, nomeadamente promovida por empresas financeiras, como fundos de investimento, que dominam os mercados de transações, tornou a situação muito pior”. (Ghosh, 2022)

Por último, o canal do *conflito distributivo* sublinha que a evolução da inflação depende também da forma como o choque da oferta afeta a posição relativa e o poder negocial de trabalhadores e patrões. Ao alterar a distribuição funcional do rendimento, o choque inicial desencadeia um conflito sobre as frações do rendimento destinadas ao trabalho e ao capital no processo produtivo. (Vernengo, 2022). Assim como o canal oligopolista contribui, num primeiro momento, para a persistência da inflação por meio das ligações intersectoriais, o canal do conflito distributivo é essencial para entender a persistência da inflação também como um fenómeno intrasetorial.

32 / 94

Nas análises de visão neoclássica, o conflito distributivo desencadeador de inflação não tem uma existência conceptual própria, surgindo subordinado ao conceito de excesso de procura. Assim, a discussão centra-se na falha das autoridades públicas para manter a economia num quadro de equilíbrio, afastando-se da noção de inflação enquanto manifestação das contradições do capitalismo no espaço da produção. Por oposição, a economia política crítica perspetiva a inflação como uma extensão direta dos conflitos na produção que decorrem das relações sociais inerentes ao capitalismo, sendo que o seu surgimento *pode ou não* estar associado a fenómenos excesso de procura face ao pleno emprego.

A perspetiva neoclássica vê os salários como a *causa* da inflação (no caso do excesso de procura) e/ou como um mecanismo de propagação de tendência aceleracionista (quer no caso do excesso de procura, quer na posição assumida pelos bancos centrais). Por conseguinte, travar a inflação implica sempre travar o mecanismo de crescimento salarial, por intermédio do

canal da quebra do poder reivindicativo por fator trabalho por contração da procura agregada e/ou das expectativas.

Em contraste, a perspetiva da economia política crítica argumenta que os aumentos salariais são *uma consequência, e não uma causa*, do surto inflacionista. Após um choque nos preços que aumentou a proporção dos lucros no rendimento e fez cair os salários reais, o que se verifica é apenas uma tentativa por parte dos trabalhadores de reequilibrarem parcialmente o custo do aumento dos bens intermédios, que no momento inicial foi maioritariamente absorvido pela contração dos salários reais e da sua proporção no rendimento. Por seu lado, a tese aceleracionista é vista como implausível. A subida dos salários contribui para a persistência do processo inflacionário, mas não para a sua aceleração. Pelo contrário, o processo de inflação tende a desvanecer-se, mesmo num contexto de recuperação real dos salários (este ponto será desenvolvido na secção 5).

### 3.2.3. Fundamentos da oposição à política monetária contracionista

Uma vez que a política monetária recessiva é hegemónica no meio académico e na discussão pública, os autores oriundos da economia política têm dedicado uma parte substancial da sua participação neste debate a desconstruir a ideia de que as subidas das taxas de juro são a melhor forma de lidar com a inflação.

33 / 94

Segundo estes autores, esta estratégia é sustentada por proposições teóricas e empíricas frágeis e tem vários efeitos económicos e sociais nefastos e desnecessários.

***i) Não existem provas de uma forte associação empírica entre regimes de inflação baixa e taxas de crescimento mais elevadas.***

Embora exista uma crença comum no debate público de que taxas de inflação muito baixas (dentro do intervalo 0-2%) são benéficas para o crescimento, não existe evidência empírica robusta que aponte nessa direção. Esta convicção é mais o reflexo de pressupostos puramente teóricos e de regras institucionais, associadas aos bancos centrais a partir da década de 90, do que o resultado de uma investigação empírica consistente. O objetivo de 2% de taxa de inflação, hoje seguido pela maioria dos bancos centrais, foi na verdade fixado de forma discricionária pelo Banco Central da Nova Zelândia na década de 90 e seguido pelos demais bancos centrais

como uma medida heurística. Os estudos empíricos são unânimes em declarar que existem taxas de inflação acima das quais a inflação é prejudicial ao crescimento, mas as taxas de inflação para as quais se regista uma relação negativa situam-se acima do objetivo de dois por cento da maioria dos bancos centrais. De facto, alguns autores sugerem o contrário: os países que têm taxas de inflação entre zero e dois por cento têm historicamente apresentado taxas de crescimento mais baixas. De acordo com Bruno e Easterly (1996), a inflação só começa a ter um impacto negativo no crescimento a partir de um limiar de quarenta por cento. Utilizando técnicas econométricas não lineares, Pollin e Zhu (2006) propõem que o limiar se situa em taxas de inflação entre quinze e dezoito por cento. Este resultado foi confirmado num estudo recente de Pollin e Bouazza (2022), já publicado no presente contexto, utilizando dados atualizados. Estes autores concluem que: “De um modo geral, não encontramos provas consistentes que apoiem a conclusão de que as economias, em qualquer nível de rendimento, obterão benefícios significativos para o PIB se mantiverem a inflação dentro de um dígito baixo, ou seja, entre 0 e 2,5 por cento de inflação. Pelo contrário, as provas que analisamos aqui sugerem que, em geral, é mais provável que as economias atinjam taxas de crescimento do PIB mais elevadas em associação com intervalos de inflação entre 2,5 e 5 por cento, 5 e 10 por cento e, na maior parte dos casos, 10 e 15 por cento”. (Pollin e Bouazza, 2022:?).

34 / 94

***ii) A política monetária é um instrumento ineficaz para lidar com a inflação contemporânea, não consegue intervir sobre as causas da inflação e baseia a sua ação acontecimentos imaginários.***

Uma parte central da oposição dos economistas políticos críticos à forte política recessiva seguida pelos bancos centrais é que se trata de uma forma profundamente ineficaz de lidar com a inflação contemporânea. A inflação tem as suas raízes em sectores muito específicos da economia, com um grande impacto no nível geral de preços, devido à sua relevância para a estrutura de custos da maioria das indústrias. Esse choque surgiu devido a perturbações do lado da oferta e ao aumento das margens comerciais. Pelo contrário, para a maioria das economias, não há provas de que a dimensão da procura tenha desempenhado um papel importante. O aumento das taxas de juro não resolverá nenhum dos problemas que estão na sua origem. Como observou Louis-Phillipe Rochon: “[T]odo o edifício da política dominante se

baseia no impacto sobre a procura e, por conseguinte, sobre os preços. Mas e se a inflação não for determinada pela procura? Existe um consenso considerável de que a inflação atual não é determinada pela procura, que resultou de fatores como o petróleo e o gás natural, as rendas e as questões da cadeia de abastecimento. Há problemas que dependem mais das condições internacionais, sobre as quais os bancos centrais nacionais não têm qualquer controlo. Por isso, todos estes aumentos das taxas de juro não vão resolver tão cedo o problema da inflação em 2022". (Rochon, 2022b).

A compressão violenta da procura pode muito bem diminuir a taxa de inflação, mas apenas através de um colapso da procura, com enormes custos para o crescimento económico e a desigualdade. Surpreendentemente, esses custos estão em grande parte ausentes do debate público. Mesmo quando reconhecidos, são considerados como um mal necessário para conter a inflação. A política destrutiva que tal atitude representa é reconhecida por muitos analistas económicos, mesmo entre aqueles que costumam estar próximos das posições das instituições internacionais. Robin Wiggles, editor no Financial Times, questiona-se: "Se a política monetária tem um impacto limitado sobre estes fatores de inflação sistemicamente significativos, deverão os bancos centrais compensar excessivamente, aumentar as taxas de forma agressiva e destruir a procura para fazer baixar todos os outros preços – independentemente do custo económico? (Wigglesworth, 2022).

35 / 94

Os banqueiros centrais estão conscientemente silenciosos quanto a estes custos. Como disse Joseph Stiglitz, referindo-se a Jerome Powell, "ele apela alegremente a esses aumentos do desemprego (alegando falsamente que são necessários para fazer baixar a taxa de inflação) sem qualquer apelo à assistência, ou mesmo uma menção aos custos a longo prazo. (...) [é uma] defesa totalmente desnecessária da dor" (Stiglitz, 2023).

Como acrescenta Stiglitz, a operação dos bancos centrais é baseada na suposição de eventos que simplesmente não estão a acontecer. São "bichos-papões" que não estão em lugar nenhum, como ironicamente os descreve: "Para [se] justificar, (...) a FED aponta para os bichos-papões de sempre: inflação descontrolada, uma espiral de preços e salários e expectativas de inflação não ancoradas. Mas onde estão esses bichos-papões? Não apenas a inflação está caindo, mas os salários estão aumentando mais lentamente do que os preços (o que significa que não há espiral), e as expectativas

permanecem sob controle. A taxa de expectativa futura de cinco anos está pairando um pouco acima de 2% – dificilmente sem âncora” (Stiglitz, 2023).

***iii) Os custos económicos são potencialmente elevados a curto e longo-prazo.***

A curto prazo, estes custos manifestam-se sob a forma de desperdício e ineficiência económica na utilização de recursos. Recorde-se que o aumento das taxas de juro tem por objetivo abrandar a procura agregada. Como a maioria das economias desenvolvidas está abaixo do pleno emprego, esta estratégia será acompanhada de um desperdício de recursos à escala macroeconómica, com um aumento do desemprego e da capacidade produtiva não utilizada.

Num horizonte mais dilatado, os efeitos manifestam-se pelo efeito negativo no crescimento da produtividade. Note-se que o crescimento da produtividade depende, em grande medida, da incorporação de inovações tecnológicas na formação de novo capital. Taxas de juro mais elevadas e taxas de utilização de capital mais baixas repercutem-se no abrandamento da acumulação de capital e, como reflexo, numa diminuição da taxa de crescimento da produtividade.

36 / 94

Os modelos da curva de Phillips baseados exclusivamente em expectativas prospetivas (essenciais para a ideia de uma desinflação com baixos custos económicos) encontram escassa validade empírica na literatura. (Fuhrer, 1997; Aidar, 2012). Esta escassez de validade empírica é tida como pouco surpreendente, já que, na sua forma canónica, as previsões geradas pela curva de Phillips com expectativas prospetivas são não correlacionadas com a inflação passada e os choques de oferta. É a interação expectativas/credibilidade da autoridade monetária que assume todo o poder explicativo (Gordon, 2009). Para aumentarem a sua solidez empírica é com frequência necessário estimar modelos híbridos, com expectativas adaptativas e prospetivas (Clarida et al, 1999). Mas, nesse enquadramento, a ideia de uma desinflação sem a necessidade de contração do produto e do emprego desvanece-se.

Estes efeitos são particularmente nefastos no momento histórico que atravessamos, uma vez que é necessário um elevado nível de investimento público e privado para realizar as infraestruturas necessárias à transição para fontes de energia verde, cuja urgência para fazer face às alterações

climáticas é amplamente conhecida. Com os custos de financiamento a subirem rapidamente, em consequência do aumento das taxas de juro, e com os Estados determinados a seguir uma política orçamental que reforça (ou pelo menos não contraria) a política monetária recessiva seguida pelos bancos centrais, é quase inevitável que o esforço de investimento para a transição energética fique comprometido.

Neste sentido propor a contração da procura, através da política monetária, em nome do combate à inflação, é propor uma solução cujas consequências negativas excedem largamente o próprio problema. Utilizando a metáfora da medicina, é como receitar um medicamento, cujos efeitos secundários são significativamente mais graves do que a própria doença.

***iii) A política monetária recessiva amplifica a desigualdade e tem um enviesamento de classe***

Um argumento comum entre aqueles que defendem o aumento das taxas de juro para conter a inflação a qualquer custo é que a redução da inflação é um resultado importante não só para alcançar a estabilidade macroeconómica, mas também para combater o aumento da desigualdade. A tese é a de que a inflação afeta desproporcionalmente os segmentos de mais baixos rendimentos, em que os gastos com alimentação e energia representam uma maior proporção do seu cabaz de consumo. Assim, uma política anti-inflacionária intensa, nomeadamente pelo aumento das taxas de juro, é a melhor forma de proteger os setores mais fragilizados da população da inflação.

37 / 94

Esta visão tem dois problemas centrais. Em primeiro lugar, não é clara a forma como a política monetária conseguiria interferir nos preços dos bens alimentares, parte significativa deles fixados internacionalmente. Tomando como consensual que a política monetária restritiva não consegue aumentar a capacidade produtiva destes setores, a única forma de interferir seria através da contração da procura por estes bens. Contudo, os bens alimentares têm procuras muito inelásticas, porque a quantidade do seu consumo depende, em grande medida, de condições de subsistência humana. Nesse sentido, não só é difícil como indesejável afetar a procura por estes bens.

Por outro lado, a política monetária recessiva tem efeitos regressivos sobre a desigualdade, que operam por pelo menos três mecanismos.

O primeiro diz respeito ao impacto negativo da contração da procura no poder negocial dos trabalhadores. A diminuição do crescimento futuro dos salários nominais é um objetivo essencial da estratégia de contração da procura agregada através de uma política monetária recessiva. Isto tende a conduzir a um aumento da desigualdade funcional do rendimento (entre capital e trabalho), especialmente em sectores com elevado poder de mercado, onde é mais provável que os capitalistas não reflitam totalmente a desaceleração dos salários nominais na desaceleração dos preços finais. Nestes casos, a desigualdade entre os rendimentos do capital e do trabalho irá aumentar. Importa recordar que a inflação está a ser impulsionada pelo aumento dos custos intermédios e/ou pelo aumento das margens comerciais em sectores específicos. Por isso, promover uma estratégia que visa reduzir os salários é decidir precisamente atacar a única componente da estrutura de custos das empresas que não esteve na origem do momento inflacionista. Como resume Matias Vernengo, “na realidade, o que importa [nesta estratégia] é a contenção das reivindicações dos trabalhadores e a atenuação do conflito distributivo” (Vernengo, 2022). A decisão não é de todo neutra. Corresponde a uma escolha na arena do conflito social. “A ironia é que, ao referirem-se às taxas naturais como neutras, os bancos centrais não se apercebem de quão prejudicial pode ser a política monetária: a realidade é que parece não haver nada de neutro na tentativa dos bancos centrais de aproximar as taxas overnight deste valor neutro. Com taxas elevadas, é possível fazer baixar a inflação, mas a um custo económico/produto enorme” (Rochon, 2022b).

38 / 94

O segundo canal opera através do *impacto da política monetária recessiva no rendimento do capital rentista*. O aumento das taxas de juro implica um aumento do rendimento real dos rentistas, ou seja, dos que vivem de juros e/ou de rendas que resultam do controlo de recursos relativamente escassos, em relação aos trabalhadores e empresas de pequena e média dimensão. Uma vez que os rentistas são maioritariamente compostos por indivíduos que já se encontram no topo da estrutura de rendimentos, este movimento tende a aumentar a desigualdade económica global.

Por último, o terceiro canal atua através da *distribuição desigual do desemprego pelos grupos de rendimento*. Os trabalhadores na base da estrutura salarial (na periferia do mercado de trabalho, muitas vezes com empregos mais precários) tendem a ser relativamente mais afetados pelo

desemprego cíclico, o que transforma a estratégia de criar recessão e desemprego para combater a inflação numa estratégia necessariamente regressiva.

O aumento da desigualdade de rendimento como resultado de episódios de política monetária recessiva tem sido objeto de atenção empírica. Já durante este debate, Medlin e Epstein (2022) publicaram um estudo, recorrendo a séries longas para a economia norte-americana e a contrafactuais para a política monetária seguida pela FED em 2021-2022, que conclui que “esta política [aumento das taxas de juro para travar a inflação] serve como uma política real de proteção da riqueza líquida para o 1%, ao restaurar alguma da riqueza perdida que de outra forma perderiam devido a uma inflação inesperada” (Medlin e Epstein, 2022).

Estes efeitos distributivos da política monetária levaram vários economistas neste debate a denunciar o seu *enviesamento de classe*

Falando sobre o que define como “austeridade monetária”, David Fields afirma: “A austeridade monetária, tal como a austeridade orçamental, é uma ofensiva do topo para a base (...) Um ataque monetário aos trabalhadores está a ser travado em nome do combate à inflação. A noção de uma FED tecnocrática independente e conhecedora constitui uma fé ingénua. As opções de política monetária apoiam alguns interesses em detrimento de outros, ou mesmo contra outros. Assim, ao contrário do que nos dizem, a política monetária contraccionista não é um instrumento convencional para acalmar a confiança do mercado à luz de expectativas inflacionistas imprevisíveis; é uma encarnação do conflito social, um ataque coordenado à classe trabalhadora para proteger e manter a extração de lucros. Aumentar as taxas de juro, portanto, não é uma política ‘sólida’ no sentido mais verdadeiro do termo; reduz os gastos dos consumidores e a atividade económica a mando dos rentistas para isolar este grupo social de qualquer possível transgressão desagradável que possa surgir da incerteza económica.” (Fields, 2022). Na mesma linha, Mario Seccaracia enquadra o problema numa disputa entre capital e trabalho: “A única conclusão lógica que se pode retirar desta política (...) é que o Banco Central está deliberadamente a tomar partido contra o trabalho, impedindo que os salários subam e acompanhem a taxa de inflação” (Seccaracia, 2022).

***iv) Efeitos contraproducentes na estabilidade macroeconómica interna do aumento dos custos de financiamento das empresas e das famílias.***

O aumento das taxas de juro do banco central reflete não só a tendência para aumentar os custos de financiamento de novos empréstimos, mas também o aumento dos custos do serviço da dívida existente para as empresas e as famílias.

O efeito pretendido do aumento das taxas de juro é comprimir os custos das empresas através da compressão dos salários nominais. No entanto, como este efeito é indireto, funciona apenas com um desfasamento temporal. Em contrapartida, o aumento da taxa de juro representa *um aumento imediato dos custos das empresas*, sobretudo nas economias em que o financiamento das empresas é maioritariamente obtido através do crédito bancário, podendo conduzir a um reforço da pressão inflacionária.

Para além dos potenciais efeitos contraproducentes sobre o nível da inflação, a subida das taxas de juro pode também ser uma fonte de instabilidade macroeconómica interna, devido ao risco de incumprimento da dívida, com consequências para a sustentabilidade do sistema bancário. A subida das taxas de juro pode levar a um aumento do incumprimento com efeitos macroeconómicos não negligenciáveis. “Esta preocupação é ampliada pelo facto de, ao contrário do que acontecia no início dos anos 80, estas famílias pobres tenderem agora a estar também muito endividadas em relação ao seu rendimento pessoal disponível e poderem enfrentar um risco de insolvência ainda maior, quer devido ao aumento das taxas de juro, quer devido ao aumento do desemprego” (Seccaracia, 2022)

40 / 94

***v) Redução do espaço de política monetária dos países periféricos, acentuação da divergência entre centro e periferia e instabilidade financeira internacional***

Para os bancos centrais das economias que se colocam no topo da hierarquia monetária internacional (como a FED e o BCE), a decisão de variar as taxas de juro é, em grande medida, uma decisão discricionária, que depende do seu próprio juízo e da ponderação entre os seus objetivos de política e as condições macroeconómicas internas. No entanto, para os bancos centrais dos países que se encontram em posições inferiores da hierarquia monetária, esse espaço de decisão política é muito mais restrito. Numa economia internacional crescentemente caracterizada pela ausência de

regulação nos fluxos de capital e pelo endividamento em moedas do topo da hierarquia, estes bancos centrais vêem-se forçados a subir a acompanhar a subida das taxas de juro ditada pelos bancos centrais dos países do centro, mesmo que considerem que isso é desadequado para o contexto das suas economias. Muitos destes países enfrentam ainda grandes cenários de recessão e desemprego, em grande parte porque não tiveram a possibilidade de financiar projetos de suavização dos efeitos da pandemia como os países do centro. Assim, a subida das taxas de juro do BCE e da FED vai ser particularmente negativa para o desemprego e o crescimento económico destes países, introduzindo um choque recessivo adicional num contexto que já é de grande debilidade económica.

Além disso, esta subida das taxas de juro trará ondas de choque nesses países também no que respeito ao seu financiamento externo. A maioria dos países periféricos é compelida a contrair dívida denominada em dólares ou em euros. A conseguinte subida das taxas de juro de referência nesses espaços económicos terá como efeito previsível a subida pronunciada dos serviços de dívida externa desses países. O risco macroeconómico internacional deste processo não deve ser ignorado, já que em momentos semelhantes pronunciada de taxas de juro no centro geraram-se crises financeiras associadas ao refinanciamento da dívida das periferias – como no caso de África e da América Latina na década de 80, após o brutal choque monetário desencadeado pelo então Presidente da FED, Paul Volcker.

41 / 94

#### ***vi) Instabilidade financeira***

A atual estratégia de contração acentuada da política monetária acarreta o perigo real de uma potencial crise financeira à escala global, com fortes efeitos desestabilizadores para a esfera real da economia.

Esta ameaça tornou-se muito concreta em março de 2023, quando três bancos associados a empresas tecnológicas e a criptoativos entraram em colapso nos EUA, levando à intervenção da Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), evocando receios de uma crise com semelhanças com a de 2008.

Por um lado, o rápido aumento das taxas de juro exercerá uma pressão descendente sobre os preços dos ativos financeiros, com efeitos imediatos sobre a solvabilidade dos bancos. Isto é particularmente relevante para os bancos que investiram em obrigações de longo prazo para aumentar os seus

lucros de curto prazo, como no caso do banco SVB, cujo risco de insolvência abalou a economia global durante alguns dias.

A outra forma pela qual a atual política monetária pode contribuir para a crise bancária e as dificuldades financeiras é através das suas consequências recessivas. A recessão aumentará o número de empresas e famílias que potencialmente entrarão em incumprimento, colocando uma pressão adicional sobre a solvabilidade dos bancos.

É possível argumentar que estes efeitos desestabilizadores foram sempre uma realidade no regime de fixação de taxas de juro/objetivo de inflação que caracterizou os mecanismos de estabilização da maioria das economias capitalistas nas últimas décadas. No entanto, um número significativo de autores tem vindo a alertar para onexo mais complexo entre o regime de objetivos rígidos para a taxa de inflação (*inflation targeting*), os interesses da classe rentista e a estabilidade e o poder atual e futuro da finança.

Tradicionalmente, a classe rentista é a que mais defende a implementação de estratégias desinflacionárias. Isto deve-se ao facto de a inflação ser prejudicial aos interesses da classe rentista. Por um lado, o rendimento real dos ativos financeiros que correspondem a um pagamento nominal fixo (como as obrigações) perde o seu valor real. O valor real das dívidas e dos ativos diminui. O controlo da inflação, através do aumento das taxas de juro, também é bem-vindo, porque uma taxa de juro mais elevada corresponde a uma maior fração do rendimento que flui para o rentista. Naturalmente, o aumento das taxas de juro implica também um acesso mais difícil ao crédito. Se uma parte significativa dos ativos financeiros for comprada através de crédito, a consequente contração do crédito terá provavelmente um impacto negativo no valor dos ativos financeiros. Embora este efeito contraditório exista, presume-se que, em condições económicas passadas, os benefícios para a classe dos rentistas dos restantes fatores mais do que compensaram os possíveis inconvenientes do aumento das taxas de juro.

Este facto pode não ser tão claro no momento presente. Para compreender as diferenças é importante aludir à relação entre Estados e finanças na era posterior a 2008. Autores como Cédric Durand ou Daniela Gabor defendem que, desde a crise de 2008, os Estados estabeleceram uma nova relação com os mercados financeiros, que reenquadrou a ação das finanças na economia real. Através de operações extraordinárias de política monetária, os bancos

centrais das economias desenvolvidas injetaram grandes somas de dinheiro nos mercados financeiros durante a última década, favorecendo um aumento acentuado do valor dos ativos financeiros. Este movimento foi justificado pela necessidade de dinamizar as economias capitalistas num período de estagnação secular. Mas a estratégia foi muito além disso. Foi um período dito de redução do risco privado (*de-risking*), conceito cunhado por Daniela Gabor (Gabor, 2021). Os atores financeiros continuaram a operar livremente, mas com o Banco Central a assegurar um fluxo importante de liquidez nos mercados secundários. Isto permitiu uma era de mercados financeiros com menos instabilidade, uma vez que os poderes públicos estavam de facto a anular a formação do risco sistémico. Quer isto dizer que a única forma de garantir a estabilidade, sempre precária, dos mercados financeiros liberalizados é através de uma intervenção pública permanente de suporte, mas que recusa controlar os fluxos internos e externos de capitais.

Este regime é insustentável a prazo. Este nexos finanças-Estado é aplicável durante o período de baixa inflação que vigorou entre a crise financeira de 2008 e o fim da pandemia. No entanto, quando a inflação ultrapassa o objetivo dos bancos centrais, este regime enfrenta uma contradição fundamental: os Estados não podem continuar a injetar grandes quantidades de fundos nos mercados financeiros e, simultaneamente, pressionar para uma contração da liquidez através do aumento das taxas de juro. O momento pós-pandémico da inflação corresponde eventualmente a uma crise deste regime. Mas com um potencial de desestabilização do sistema financeiro significativamente maior do que em períodos anteriores de viragem para uma política monetária contraccionista. Isto porque os ativos financeiros sofreram uma valorização na última década que torna a possibilidade de uma forte desvalorização uma ameaça real. Isto coloca um enigma à classe dos rentistas, bem como ao banco central na sua posição relativamente à condução da política monetária e ao poder e estabilidade das finanças: “Condenada à contração, a finança deve escolher entre a apoplexia - um crash - ou uma lenta decrepitude, sob o efeito da subida dos preços. O período que se avizinha pode, portanto, ser o de uma longa crise financeira em câmara lenta” (Durand, 2023). Para Durand, os bancos centrais tentam desesperadamente assegurar a segunda opção, numa tentativa de fazer cautelosamente a quadratura do círculo: ao mesmo tempo que aumentam as taxas de juro para contrair a procura e a liquidez, intervêm

efetivamente ou prometem intervir sempre que haja sinais de stress financeiro. Foi o que aconteceu no caso do colapso do SVB, em que houve um resgate, nomeadamente através da avaliação das obrigações norte-americanas pelo seu valor nominal em vez do seu valor de mercado atual, uma garantia de preços extraordinária. Outro exemplo é a criação pelo BCE do opaco Mecanismo Anti-Fragmentação, concebido como resposta aos sinais de stress financeiro nos mercados de dívida soberana dos países da Zona Euro.

Até agora, parece que a tentativa dos bancos centrais de gerir uma “crise financeira em câmara lenta”, em que os pontos de tensão são neutralizados cirurgicamente através da sua ação rápida, está a ser bem-sucedida. Mas não há garantias de que esta estratégia continue a funcionar. A contradição fundamental entre a política monetária contracionista e a promessa de garantir liquidez quando necessário continua presente. Trata-se de um equilíbrio muito arriscado e potencialmente instável. A qualquer momento, os objetivos da estabilidade dos preços através da política de taxas de juro e da estabilidade do sector financeiro podem tornar-se incompatíveis.

44 / 94

### **vii) Os bancos centrais independentes**

No campo da discussão pública, sob hegemonia neoclássica, é comum declarar-se que subir as taxas de juro é simplesmente o que os Bancos centrais independentes “devem fazer” em períodos de inflação crescente e que, por seguinte, a sua ação deve estar ausente do escrutínio democrático, sob pena de os episódios inflacionários serem mais frequentes.

Subjacente a este pensamento está uma visão historicamente desinformada, analiticamente estreita e teoricamente enviesada.

Historicamente desinformada, porque a “independência” como característica da operação dos bancos centrais nas economias desenvolvidas não tem uma longa tradição. Na verdade, a ideia de um banco central isolado das escolhas de decisão política económica dos governos e principalmente focado na estabilidade de preços apenas se generalizou a partir da década de 90.

Analiticamente estreita, porque a ideia da estabilidade de preços como natureza intrínseca da política monetária ou como seu objetivo primordial não tem qualquer sustentação. A estabilidade de preços é apenas uma

componente de uma combinação de objetivos económicos que a política monetária pode alcançar, que incluem pleno emprego, desenvolvimento económico, estabilidade financeira ou combate às mudanças climáticas. A combinação exata de cada um destes objetivos no exercício da política monetária deve estar aberto ao debate democrático.

Teoricamente enviesada, porque o termo independência é sempre colocada em termos próximos da teoria da escolha pública, onde o binómio relevante de oposição de interesses é o da esfera da política pública guiada por agentes que apenas pretendem maximizar os seus interesses pessoais (em democracia entendidos como a reeleição), o que os levaria a conduzir política monetária excessivamente expansionista e a níveis elevados de inflação, por oposição a técnicos especializados, com o mandato de seguirem um mandato claro de estabilidade de preços.

A oposição a esta visão passa por entender que, num sistema capitalista, caracterizado por interesses conflitantes que primariamente derivam de relações de classe fundadas na esfera de produção, o binómio mais relevante é o que opõe capital e trabalho. A “independência” dos bancos centrais desde a década de noventa deve ser entendida como a impermeabilização das decisões de política monetária ao escrutínio democrático. E, por consequência, impermeabilização à maioria social, à soberania popular que se expressa por meio da margem de manobra de governos eleitos e que respondem perante parlamentos e perante a esfera pública. Independência no contexto de interesses conflitantes é sempre uma ilusão. A estabilidade de preços como objetivo central faz uma escolha de classe implícita: “Numa sociedade democrática, não existe independência política. Todas as instituições são de natureza política e precisam de constituintes políticos para proteger sua autoridade e prerrogativas” (Epstein, 2016). Portanto, a independência do banco central, no sentido de poder bloquear as decisões de política económica das instituições eleitas, deve ser interpretada como uma limitação ao alcance da democracia. Em outras palavras, uma sociedade não é totalmente democrática se uma instituição com a importância de um banco central estiver fora do escrutínio democrático. A emergência do banco central independente como diretriz institucional é uma estratégia liderada pelo capital no contexto da estrutura neoliberal de acumulação. A ênfase na estabilidade de preços reflete principalmente o

interesse de classe da classe rentista na emergência do capitalismo dominado pelas finanças.

Além disso, onexo causal entre o surgimento de bancos centrais independentes e a estabilidade de preços tem sido fortemente contestado. A associação temporal entre os dois eventos não é explicada por uma característica intrínseca associada à independência, mas sim pelos efeitos repressivos de sucessivas ondas de política monetária contracionista sobre o poder negocial dos trabalhadores. Em outras palavras, os bancos centrais independentes são bem-sucedidos em alcançar a estabilidade de preços ao promover um viés recessivo contínuo na economia. A estabilidade de preços é mantida, mas à custa de uma evolução contínua reprimida da proporção do trabalho no rendimento nacional, não por alguma característica intrínseca da independência do banco central. (Rochon e Rossi, 2006; Taylor e Barbosa-Filho, 2021).

“A verdadeira natureza de uma política monetária com base em metas de inflação é uma política de rendimentos de longo prazo. Toda a estrutura da política de rendimentos de metas de inflação é altamente problemática, uma vez que a política é inerentemente tendenciosa contra a participação do trabalho no rendimento”. (Rochon and Seccareccia, 2023). 46 / 94

Assim, a ideia de que é possível uma análise positiva da ação de um banco central é uma ilusão. Análises sobre política monetária são sempre de caráter normativo, porque ela tem implicações distintas para vários grupos da sociedade. A exclusão das decisões do BCE do debate público português com o argumento que é algo que deve estar fora do debate político é uma visão equivocada que pretende estreitar o campo da democracia.

#### 3.2.4. Respostas

Para a economia política crítica, a atual estratégia de resposta à inflação – que tem passado essencialmente pela política monetária e pela subida das taxas de juro – é errada, não apenas por ser injusta do ponto de vista social, como por ser ineficiente do ponto de vista económico. É socialmente injusta porque procura estancar a subida do nível geral de preços através da restrição da procura agregada: ao dificultar o acesso a crédito, a subida dos juros tem um impacto negativo sobre a atividade económica e o emprego e visa conter a inflação através da compressão dos rendimentos. E é ineficiente porque não atua sobre as verdadeiras causas da inflação: os

constrangimentos na produção e distribuição de matérias-primas essenciais para a maioria das atividades. Os países que começaram a aumentar os juros mais cedo e de forma mais acentuada não evitaram uma evolução da inflação semelhante aos restantes (The Economist, 2022).

Na verdade, a subida das taxas de juro não só é ineficiente, como é contraproducente. Além de aumentar os custos com o serviço das dívidas dos Estados e das empresas, esta medida constitui um entrave aos investimentos necessários para combater os problemas na produção de bens energéticos e a transição para fontes de energia ambientalmente sustentáveis (Heimberger & Steininger, 2022). Por este motivo, há um conjunto de medidas alternativas para responder à inflação.

***i) Controlos estratégicos de margens e/ou preços e tributação de lucros extraordinários***

O debate sobre o controlo de preços tem sido promovido por economistas como Isabella Weber (2021), recorrendo aos exemplos históricos bem-sucedidos, incluindo o dos EUA durante a Segunda Guerra Mundial. As políticas de controlos de preços são bastante mais complexas e variadas do que a simples definição administrativa de preços: “as políticas de estabilização de preços podem tomar várias formas, desde legislação que previna aumentos especulativos dos preços, tributação automática de lucros extraordinários para preços sistemicamente significativos que entram em vigor em períodos de crise, até à definição de limites para preços estratégicos. A regulação financeira contra a especulação também pode desempenhar um papel importante” (Weber et al., 2022).

47 / 94

As políticas de controlo de preços podem ser pensadas para setores específicos, nomeadamente aqueles em que a inflação se concentrou inicialmente e que se repercutiram na estrutura de custos da maioria dos restantes setores, como é o caso da energia. Este tipo de políticas assume que o aumento dos preços verificado em alguns setores não reflete apenas a escassez da oferta face à procura dirigida, mas também o poder de mercado das empresas no momento de fixação dos preços. Não devem ser encaradas como a solução definitiva para a inflação, mas sim como um mecanismo que permite estancar a sua evolução e “comprar tempo” para atuar sobre os constrangimentos na oferta de matérias-primas que estiveram na origem da subida generalizada dos preços. Convém sublinhar que a sua

implementação requer o acesso a informação detalhada por parte das autoridades públicas (este ponto é desenvolvido abaixo).

## ***ii) Reforma do sistema financeiro e monetário internacional***

Há pelo menos três tipos de reformas do sistema financeiro e monetário internacional que têm sido defendidas para permitir um combate mais eficaz à inflação atual.

A primeira diz respeito aos mercados internacionais de matérias-primas: Ghosh (2022) defende que i) as transações devem ocorrer em mercados regulados onde se estabeleçam regras que previnam operações especulativas (como um limite ao número de transações de curto-prazo que os participantes podem concluir), ii) os produtos derivados futuros só deveriam poder ser transacionados por agentes que possuam interesses operacionais diretos nas matérias-primas respetivas, e iii) deveriam ser definidos limites às posições que podem ser assumidas por cada participante nestes mercados.

A segunda diz respeito ao sistema monetário internacional. O período a 48 / 94 seguir ao fim de Bretton Woods, em 1971-1973, foi marcado por uma instabilidade sistémica devido à ausência de instituições responsáveis por contrariar a acumulação de desequilíbrios macroeconómicos entre os países. O dólar norte-americano continuou a funcionar como moeda de reserva internacional, o que significa que os países em desenvolvimento são muitas vezes forçados a endividar-se nesta moeda para financiar os seus esforços de desenvolvimento, tornando-se vulneráveis a alterações rápidas das condições monetárias definidas pelas autoridades norte-americanas<sup>3</sup>, sobretudo num contexto de liberalização dos movimentos de capitais e exposição a ciclos de entrada e saída de capitais estrangeiros em elevados montantes. Na ausência de reformas desta arquitetura institucional à escala internacional, os países podem implementar medidas que os protejam da instabilidade financeira, regulando a entrada e a saída de capitais para evitar ciclos de apreciação e depreciação das suas moedas e selecionando o tipo de investimento estrangeiro que pode contribuir para objetivos socialmente úteis (Ghosh, 2022).

---

<sup>3</sup> Embora o euro e o yen possam desempenhar, em menor escala, um papel semelhante, o dólar continua a ser a moeda mais utilizada no sistema financeiro internacional.

A terceira diz respeito aos que têm sido atores principais na atual resposta à inflação: os bancos centrais. A independência destas instituições face ao poder democrático tem de ser colocada em causa. A sua atuação atual é fundamentalmente guiada pelos interesses dos mercados financeiros, como se vê na implementação de políticas monetárias não-convencionais como o *quantitative easing*, que, ao injetar liquidez por via dos mercados secundários, contribuiu para a sobreavaliação de ativos financeiros e alimentou os ganhos dos especuladores financeiros. Este tipo de medidas deve ser substituído pelo financiamento direto dos Estados pelos bancos centrais, tendo em vista o financiamento de investimentos socialmente úteis avaliados de acordo com as opções democráticas.

### iii) *Planeamento económico e promoção do investimento*

A prazo, a resposta mais eficaz à inflação passa por atuar nas raízes do problema: os estrangulamentos na oferta de matérias-primas essenciais, como os bens energéticos ou alimentares. Para isso, é necessário promover um plano de investimento público e direcionamento do investimento privado com três eixos fundamentais: i) a produção de energias renováveis e a melhoria das infraestruturas de armazenamento e distribuição, ii) a promoção de investimentos que permitam substituir o consumo de combustíveis fósseis (por exemplo, através da aposta nos transportes públicos para substituir o recurso aos automóveis privados ou da aposta na eficiência energética dos edifícios para reduzir o recurso a aparelhos de aquecimento/arrefecimento das casas), e iii) a descarbonização do tecido industrial. 49 / 94

No contexto da Zona Euro, estas propostas implicam o abandono das regras de concorrência que limitam significativamente a política industrial dos Estados e das regras orçamentais que restringem o investimento público, sobretudo nos países periféricos mais endividados. Em vez de apostar numa política orçamental restritiva que limita o crescimento económico, os países devem apostar no investimento público como forma de expandir a capacidade produtiva e atuar na raiz da inflação. Para isso, Febrero e Uxó (2023) sublinham que os países europeus têm de evitar um regresso às políticas orçamentais pró-cíclicas e “tomar uma decisão alternativa que poderia fornecer um empurrão substancial aos programas de investimento verde de que a Europa precisa: “converter em dívida perpétua – ou cancelar

– a dívida pública adquirida [pelo BCE], aliviando a pressão sobre os Estados no que diz respeito ao seu refinanciamento”.

**iv) *Promoção do crescimento salarial***

Além das medidas acima referidas, a perspetiva da economia política crítica considera a resposta à inflação tem de passar pela valorização dos salários. Esta rejeita não apenas a ideia de que os salários tenham estado na origem da inflação, como de que os aumentos salariais podem ter um efeito de aceleração da subida dos preços. Uma estratégia sustentada de valorização salarial é fundamental para que a o choque inflacionário (que não constitui um momento de crise em si mesmo) se transforme numa *crise do custo de vida*. Este ponto será desenvolvido na secção 5.

**Tabela 1**

**Análise comparativa das posições contrastantes no debate sobre a inflação pós-pandemia**

	Visões de inspiração neoclássica			Economia política crítica
	Excesso de procura		Interpretação dos bancos centrais	
	<i>Neo-monetarismo</i>	<i>Excesso de procura condicional</i>		
<b>Origem</b>	Resultado inevitável da expansão da massa monetária promovida pelos BC na última década.	Medidas de estímulo monetário e orçamental excessivas no pós-pandemia (output gap positivo);  Num lugar secundário, constrangimentos do lado da oferta e dos efeitos da guerra.	Congestionamento das cadeias internacionais no pós-pandemia;  Agravamento de efeitos com a guerra e o impacto no preço das matérias-primas;  Reconhecimento reticente de que as suas medidas pós-pandemia podem ter ajudado ao desenrolar da inflação.	Congestionamento das cadeias logísticas internacionais no pós-pandemia;  Agravamento de efeitos com a guerra e o impacto no preço das matérias-primas.

<p><b>Mecanismos de propagação</b></p>	<p>Crescimento salarial nominal desajustado às condições estruturais da economia num mercado de trabalho competitivo;</p> <p>Ajustamento endógenos dos preços para satisfazerem as restrições intertemporais dos estados.</p>	<p>Desancoragem das expetativas devido à existência de um output gap positivo conjugado com a perda de credibilidade do banco central;</p> <p>Salários são os principais responsáveis pela propagação da inflação num cenário de expetativas desancoradas;</p> <p>Ênfase nas expetativas prospetivas e em mercados de trabalho com concorrência imperfeita.</p>	<p>Desancoragem das expetativas devido à persistência da inflação;</p> <p>Salários como principais agentes potenciais de aceleração dos preços, num contexto de expetativas desancoradas;</p> <p>Ênfase nas expetativas prospetivas e em mercados de trabalho com concorrência imperfeita.</p>	<p>Ligações intersetoriais;</p> <p>Aumento do poder oligopolista em alguns setores;</p> <p>Financeirização dos mercados de commodities;</p> <p>Conflito distributivo em mercados de trabalho em concorrência imperfeita (trabalhadores a tentarem recuperar parte do que perderam na distribuição de rendimento, o que depende do seu poder reivindicativo; gerador de persistência mas não de aceleração). Expetativas só têm importância, se houver um poder reivindicativo que as possa sustentar.</p>
--	---	---	--	---

	Visões de inspiração neoclássica	Economia política crítica
<b>Respostas</b>	<p>Política monetária recessiva: subida das taxas de juro dos bancos centrais;</p> <p>Política orçamental contracionista: apoios restritos e direcionados;</p> <p>Medidas de contenção de aumentos salariais</p>	<p>Medidas de promoção de aumentos salariais para diminuir a desigualdade distributiva da inflação;</p> <p>Controlo de margens para evitar a propagação intrasetorial da inflação e aumentar a justiça distributiva;</p> <p>Planeamento do investimento necessário para evitar futuros congestionamentos de oferta.</p>
<b>Objetivos</b>	<p>Atingir a meta de inflação dos bancos centrais e agir celeremente para evitar um cenário de maior custo económico – maior <i>hard landing</i> – no futuro. A contenção das exigências salariais é central nesse objetivo.</p>	<p>Aumentar a justiça distributiva no contexto inflacionário (pode causar o aumento da persistência temporária, mas não causa aceleração);</p> <p>Atuar sobre a origem do choque inflacionário através da canalização do investimento necessário para reforçar a capacidade produtiva em setores estratégicos.</p> <p>Evitar que a política monetária contracionista crie desperdício económico desnecessário e agrave a injustiça distributiva.</p>

## 4. Portugal: uma economia semi-periférica face à inflação pós-pandemia

Esta secção pretende enquadrar a economia portuguesa no debate internacional anteriormente revisto. Procuram-se sustentar duas conclusões principais:

- i) Os dados existentes para a economia portuguesa sugerem um alinhamento com a interpretação que a economia política crítica tem assumido no debate internacional, no que respeita à origem e aos mecanismos de propagação da inflação.
- ii) A economia portuguesa está sujeita, à imagem de outras economias, aos efeitos adversos da política económica seguida como resposta ao aumento da inflação, nomeadamente à política monetária contracionista do BCE. No entanto, a sua inserção semi-periférica no sistema-mundo internacional atribui características idiossincráticas a esses efeitos e merecem uma análise particular. 54 / 94

### 4.1 A economia portuguesa no contexto do debate internacional

Os dados disponíveis sobre a economia portuguesa, apresentados na secção 2, contradizem a perspetiva dominante sobre a natureza do atual surto inflacionário e aproximam-se da perspetiva da economia política crítica. Esta perspetiva sustenta-se nos seguintes padrões:

#### **i) A inflação foi impulsionada pelo choque positivo nos custos intermédios não salariais e subsequentes ligações intersetoriais (*cost-push*)**

Numa fase inicial, a subida dos preços registou-se essencialmente no setor da energia, onde o IPC subiu de forma muito acentuada; o IPC dos bens alimentares começou a subir posteriormente e de forma gradual, seguido do IPC excluindo estas duas componentes (uma medida mais estrita da inflação). Esta evolução apoia a ideia de que a inflação foi um processo desencadeado por uma subida acentuada de *“preços sistemicamente*

*importantes*<sup>4</sup> – em especial, os dos bens energéticos – e não o resultado de um excesso de procura, que se teria traduzido em aumentos mais homogéneos nas várias categorias de consumo. A subida dos preços no setor da energia traduziu-se num aumento dos custos intermédios da maioria das empresas nos restantes setores, dada a importância dos gastos com bens energéticos na sua estrutura de custos, refletindo-se gradualmente nos preços praticados pelas empresas, o que suporta a ideia de que a inflação é um fenómeno impulsionado pelos custos (*cost-push*).

A decomposição do Índice de Preços no Consumidor por categorias de consumo mostra que, numa fase inicial, a subida dos preços concentrou-se essencialmente no setor da energia e que, progressivamente, se alastrou também ao dos bens alimentares. Estas duas componentes, que possuem um peso importante no consumo total das famílias, são responsáveis pelo grosso da subida do nível geral de preços: numa primeira fase, representavam a quase totalidade da variação do nível geral de preços e, mesmo após a subida dos preços que se começou a registar noutras categorias de consumo, continuaram a ser responsáveis por mais de metade da inflação registada. Importa notar que esta observação não se opõe, antes reforça, a origem de custos nos preços sistematicamente importantes. É expectável que a importância das categorias principais se vá esbatendo à medida que o ciclo de produção se desenrola e o aumento dos preços se vai propagando aos outros setores devido às ligações intersectoriais.

55 / 94

## **ii) Os salários nominais são um fraco mecanismo de propagação da inflação**

A tese do “excesso de procura” dificilmente se conjuga com a evolução salarial registada na economia portuguesa. Ao longo de 2022, os salários nominais tiveram um aumento muito modesto e os salários reais caíram significativamente, traduzindo-se numa quebra do poder de compra da maioria das famílias. Esta quebra do poder de compra traduziu-se, como seria expectável, nas decisões de consumo das famílias portuguesas. O inquérito divulgado pela DECO no início de 2023 dá conta de que a maioria dos inquiridos se viu forçada a cortar nos gastos habituais, restringindo não apenas as despesas com a energia e a alimentação (os dois segmentos onde a subida dos preços foi mais acentuada) como também as despesas em

---

<sup>4</sup> Conceito avançado por Weber et al. (2022) para ilustrar preços de bens que ocupam uma grande proporção da estrutura de custos das empresas, direta e indiretamente (através de ligações intersectoriais).

atividades recreativas e de lazer (DECO, 2023). Os dados do INE também demonstram que, em 2022, as famílias portuguesas cortaram nas despesas com alimentação pela primeira vez em 10 anos, isto é, desde o período em que o país esteve sujeito ao programa de austeridade da Troika (INE, 2023). Estes dados contrariam a ideia de que a subida dos preços se deveu a uma evolução mais robusta da procura.

Nos últimos meses, os salários nominais tiveram um crescimento mais expressivo. Mas esse crescimento foi acompanhado de uma diminuição da inflação, o que derrota a tese da espiral inflacionista nos seus próprios termos. A subida relativamente mais expressiva dos salários nominais nos primeiros seis meses do ano foi compatível com uma diminuição significativa da inflação (ver secção 1). A subida recente dos salários nominais tem sido utilizada como evidência de que não existe um problema no conflito distributivo associado à inflação em Portugal. Basta deixar passar tempo suficiente para que os salários reais voltem a crescer. Este argumento deve ser encarado com ceticismo por dois motivos.

O primeiro, e mais imediato, é que neste contexto os efeitos de curto-prazo não devem ser menosprezados. Um ano marcado por uma severa desvalorização salarial traz efeitos de nível sobre o valor do salário médio real que demorarão a ser compensados e que tiveram efeitos no poder aquisitivo e qualidade de vida dos cidadãos neste período. Classificar de “custos de ajustamento temporário” algo que poderia ter sido evitado, se enquadrado numa resposta à inflação baseada em políticas mais progressistas, desvaloriza a densidade do debate e das alternativas. 56 / 94

O segundo motivo diz respeito à interpretação que deve ser feita dos aumentos salariais nominais que agora se verificam. Num contexto de expansão económica, a tendência para a apreciação real dos salários pode ter várias proveniências. Existem contextos em que se pode dever a um reforço do poder reivindicativo do trabalho, devido ao reforço da legislação laboral ou a uma diminuição do desemprego. Mas não foi certamente a situação verificada ao longo deste ano: por um lado, a generalidade dos decisores políticos enfatizou a necessidade de conter os salários e orientaram as suas opções de política nesse sentido; por outro lado, o desemprego não só não se reduziu, como aumentou ligeiramente. O que verificamos atualmente será mais provavelmente uma lenta trajetória de recuperação face ao ponto anterior ao choque inflacionário.

Ainda assim, há dados que devem inspirar a nossa preocupação. Note-se que outro motivo pelo qual os salários podem ser forçados a crescer prende-se com o aumento do referencial de subsistência da força de trabalho. Isto é, se o capital se pretende continuar a reproduzir, precisa de ajustar os salários, pelo menos, ao valor desse limiar de subsistência. Dado os baixos salários praticados nos setores em maior expansão na economia portuguesa e o aumento muito intenso de preços de bens essenciais (onde se inclui as despesas com energia e alimentação, mas também, e porventura de forma ainda mais determinante, o aumento dos custos associados com habitação), a subida salarial nominal que agora se regista pode ser apenas o reflexo do aumento da quantidade referencial mínima que a que o capital precisa de pagar ao trabalho para se reproduzir.<sup>5</sup>

A distribuição assimétrica do crescimento dos salários nominais pelos setores de atividade sugere esta hipótese. A subida dos salários nominais tem sido sobretudo registada em setores que são caracterizados por remunerações médias relativamente mais baixas, ao passo que, nos setores em que a remuneração média é mais elevada, a quebra do valor real dos salários continua a ser expressiva. Isto pode ser lido como o reflexo de os salários praticados nesses setores serem mais baixos e, em alguns setores (como o turismo ou os serviços de restauração e hotelaria), se aproximarem do limite de subsistência, pelo que, face ao aumento generalizado dos custos, o aumento dos salários nominais nesse contexto é uma condição necessária para continuar a atrair a força de trabalho necessária.<sup>6</sup>

57 / 94

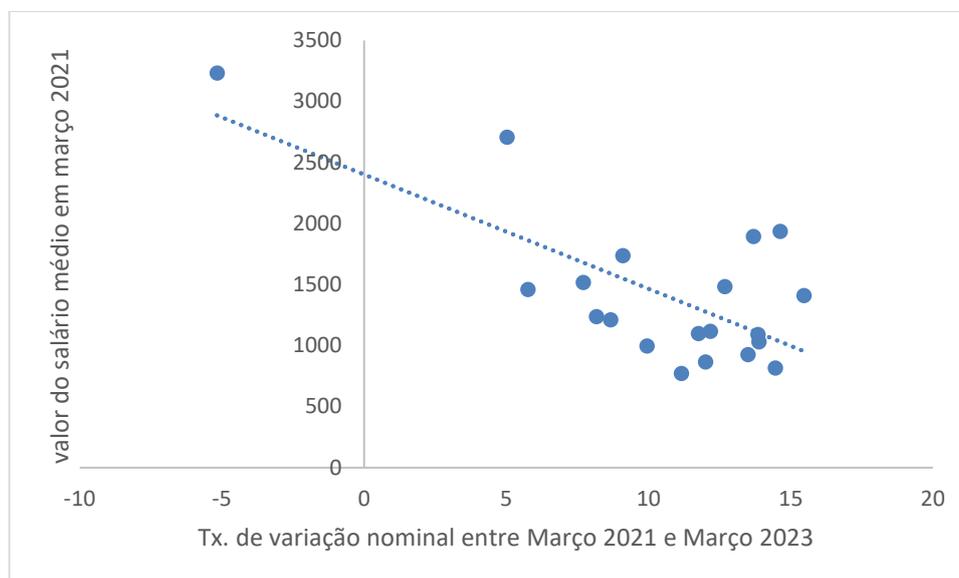
---

<sup>5</sup> Na economia política clássica, este referencial é comumente referido como salário de subsistência.

<sup>6</sup> Independentemente das conjeturas mais profundas que se podem fazer a partir dos dados existentes, é inequívoco que, na economia portuguesa, os mecanismos de propagação relacionados com ligações intersectoriais associados à subida do custos da energia, dos bens alimentares e/ou da expansão dos lucros do rendimento nacional suplantou, em grande medida, o mecanismo de propagação subsequente de expansão de salários nominais, que foi débil ao ponto de estes crescerem enquanto a inflação diminua. Com grande probabilidade, tal deve-se ao facto de a diminuição do crescimento dos bens intermédios não salariais mais do que compensar a subida registada dos salários. Tal facto desacredita em definitivo a tese da espiral inflacionária.

**Figura 9**

**Evolução setorial dos salários nominais desde o início do surto inflacionário**



Fonte: INE

### iii) A derrota do trabalho no conflito distributivo

Além dos lucros extraordinários registados em setores com estruturas de mercado oligopolistas, com destaque para a energia, a grande distribuição e a banca, os dados sugerem que o contexto inflacionista tem sido acompanhado de uma alteração da distribuição funcional do rendimento na economia portuguesa. A fração do rendimento total captada pelo trabalho reduziu-se nos dois anos que se seguiram à pandemia (ver secção 1), o que indica que os custos da crise não têm sido repartidos de forma equitativa e sugere que enquanto as empresas se têm conseguido proteger da subida dos preços de uma forma geral, os custos têm sido maioritariamente imputados aos trabalhadores.

Ao contrário da metáfora utilizada frequentemente no debate público, os salários reais não caíram simplesmente porque o aumento de custos intermédios internacionalmente deixou o “bolo” para distribuir mais pequeno. Na verdade, o valor acrescentado da economia continuou a crescer durante o período e a sua distribuição tornou-se mais desigual em favor do capital e em desfavor do trabalho. Assim, a inflação não é um fenómeno exógeno, cujas consequências têm de ser resignadamente aguentadas. Pelo

contrário, o seu efeito na distribuição do valor acrescentado pode ser moldado pela política pública e deve ser aberto a debates que não se refugiam em desfechos unívocos.

Segundo evidência avançada pelo Boletim económico de Junho do Banco de Portugal, os dados do rendimento disponível refletem variações negativas menos pronunciadas do que a imagem da queda dos salários reais poderia fazer prever. Em grande parte, isto foi possível porque o governo utilizou medidas de transferências extraordinárias para suavizar a flutuação de rendimento. Haverá quem declare que isto resolveu o essencial do problema. Mas essa é uma análise equivocada, que ignora os custos e a desigualdade implicitamente criada por esta estratégia. A desvalorização salarial tem reflexos no próprio orçamento do Estado, já que o governo tem necessidade de aprovar apoios extraordinários para os grupos mais vulneráveis de forma a mitigar a perda de poder de compra, transferindo recursos públicos para compensar a posição de fragilidade de boa parte dos trabalhadores no conflito distributivo. Tal ação não resolve, antes obscurece e amplifica a desigualdade o conflito distributivo. O que o governo fez foi utilizar recursos públicos (que são em grande parte financiados por impostos sobre o consumo e o trabalho ou por dívida com um serviço de dívida crescente, que ampliará a fatia do rentismo nacional e internacional) para evitar enfrentar o problema do conflito distributivo na sua origem.

59 / 94

#### **iv) Um equívoco sobre o efeito virtuoso da desigualdade para superar a inflação**

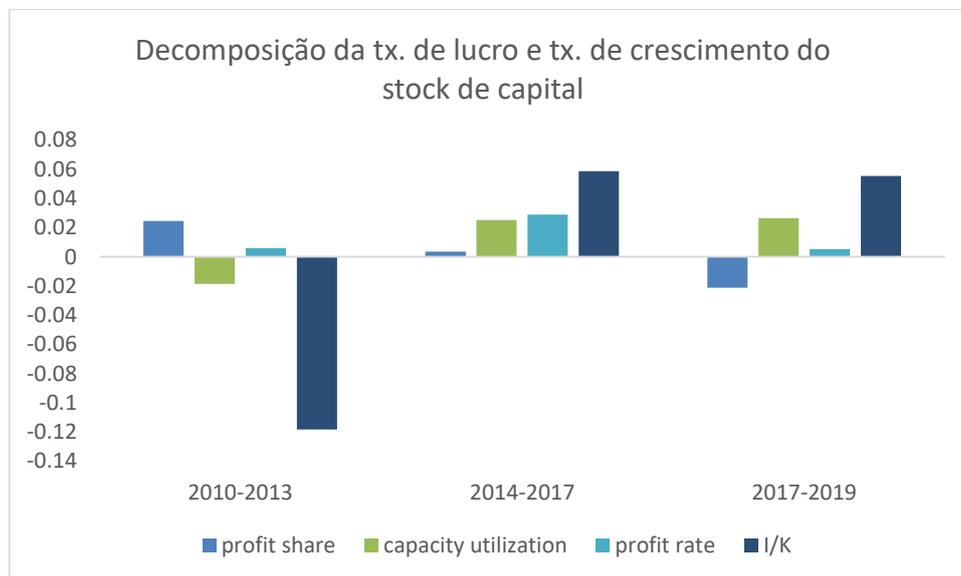
Em resposta à crítica de que a inflação trouxe o aprofundamento da desigualdade funcional do rendimento, com uma subida da proporção dos lucros e uma descida da proporção dos salários, existe quem no debate público e académico se tenha apressado a declarar que esta desigualdade era parte dos mecanismos de autoregulação de uma economia capitalista e seria essencial para garantir o investimento que mais rapidamente permitiria pôr fim aos estrangulamentos no lado da oferta na origem da inflação. No entanto, esta visão aplicada às desigualdades após a pandemia é desajustada no que concerne ao horizonte de análise, ao contexto setorial e à experiência recente dos determinantes do investimento na economia portuguesa.

Reduzido ao seu essencial, o argumento assenta na noção de que o capital afluirá mais rapidamente aos setores em que a margem de lucro é maior e, por conseguinte, aumentará o investimento e o stock de capital, o que acabará por aumentar a oferta e diminuir as pressões inflacionárias por via da concorrência acrescida. Constranger a expansão do lucro nestes setores seria, assim, uma forma de evitar a resolução do problema. Esta visão aplicada às desigualdades é desajustada no que concerne ao horizonte análise, ao contexto setorial e à experiência recente dos determinantes do investimento na economia portuguesa.

Em primeiro lugar, a noção da taxa de lucro como variável orientadora da recomposição estrutural da economia é sempre colocada numa perspetiva de médio a longo-prazo e não é razoável pensar que a subida setorial da proporção dos lucros seja um mecanismo eficaz para resolver qualquer estrangimento imediato em determinados setores. Em segundo lugar, alguns dos setores que registaram aumentos pronunciados nos seus lucros não são aqueles onde o investimento seria necessário para fazer face aos estrangimentos no lado da oferta (veja-se o caso da banca ou da distribuição). Em terceiro lugar, nada impede que os lucros extraordinários sejam maioritariamente canalizados para a remuneração dos acionistas, seja por via de distribuições de dividendos ou de operações de recompra de ações (algo que aumentou entre as grandes empresas em Portugal, em linha com a tendência internacional). Finalmente, a perceção de que as margens de lucro são um determinante fundamental do investimento contrasta com a evidência recente para a economia portuguesa. Uma decomposição da taxa de lucro entre a proporção dos lucros no rendimento nacional e capacidade utilizada do capital evidencia que o investimento se mostra muito mais sensível à capacidade utilizada (e, por conseguinte, à procura agregada) do que à proporção dos lucros retidos (ver gráfico 9). Isto é particularmente evidente durante o período da austeridade, em que a subida da proporção dos lucros foi contemporânea com o afundar do investimento. Assim, não é de esperar que a desigualdade em favor do capital aumente o investimento. Pelo contrário: a política monetária recessiva e os seus efeitos na procura podem vir a ter um efeito negativo no investimento.

Figura 9

**Decomposição da taxa de lucro e taxa de crescimento do stock de capital**



Fonte: AMECO

## 4.2 Efeitos adversos numa economia semiperiférica

Na secção 3 elencaram-se os efeitos gerais adversos de se seguir uma política monetária recessiva no contexto da atual crise. Aqui pretende-se mostrar que esses efeitos adversos são exacerbados de forma distintiva no contexto da periferia europeia em que Portugal se integra. (Para uma caracterização de Portugal enquanto semi-periferia no sistema mundo/periferia europeia, ver Rodrigues et al. (2016) e Santos et al. (2018)).

### 4.2.1 O adensar da divergência estrutural da economia portuguesa

A trajetória de crescimento do PIB português acima das previsões do governo e das principais instituições internacionais, mesmo num contexto de viragem recessiva da política monetária, tem motivado leituras otimistas sobre a aparente solidez da economia portuguesa. Houve quem argumentasse que isto evidenciava que a economia portuguesa se encontrava numa nova fase de desenvolvimento e inserção internacional, que a tornava menos vulnerável aos choques externos. Infelizmente, esta perspetiva assenta numa visão míope, incapaz de colocar em análise as persistentes fragilidades e desafios sistémicos com que ela se confronta.

Mesmo se análise se ativer ao curto-prazo, esta análise é desajustada. A tese de que a economia portuguesa se está a conseguir isolar dos efeitos externos negativos da nova orientação da política monetária é refutada pela evidência de que a procura interna se encontra já estagnada (INE, 2023B). Sem surpresa, o contraponto mais comum passa por sublinhar que a procura externa continua a crescer, prosseguindo uma trajetória de crescimento do produto, do emprego e de equilíbrio externo, perspetivada como um novo estágio virtuoso do crescimento após a pandemia. Trata-se de um argumento persuasivo mas totalmente desajustado do modelo de desenvolvimento português.

O crescimento tem sido sustentado maioritariamente pelas exportações de serviços (e não de bens), o que se explica pelo peso significativo do turismo na economia nacional. Grande parte da narrativa de resistência da economia portuguesa a choques externos assenta no grande choque exógeno externo que representa o aumento muito expressivo das exportações de serviços de turismo. Na verdade, a intensa internacionalização da economia portuguesa através dos serviços de turismo e áreas conexas encerra vários perigos e dificilmente constituirá uma trajetória de desenvolvimento que garanta a convergência com os demais países europeus.

62 / 94

O sinal presente mais evidente dessa fragilidade é a recente evolução da produtividade média do trabalho. Os últimos anos da economia portuguesa foram caracterizados por uma alocação expressiva de força de trabalho em setores com produtividade abaixo da média da economia e onde esta variável tem historicamente baixo potencial de crescimento. Ao contrário do padrão de desenvolvimento de outros países, em que o processo de maior alocação de força de trabalho aos serviços foi em grande medida contemporâneo de uma expansão da produtividade em setores de maior valor acrescentado, no caso português, após a troika, este processo de realocação trabalho não resultou de uma libertação da força de trabalho de setores com produtividade em rápido crescimento (como os setores industriais ou alguns segmentos mais sofisticados dos serviços). Pelo contrário, este processo de mudança estrutural da estrutura de emprego foi feito pela absorção de parte da massa de desempregados do período de austeridade e com o aumento da imigração para trabalhar nestes setores.

Este modelo apresenta várias fragilidades cuja análise detalhada está muito para lá do âmbito deste artigo, mas que tem sido objeto de investigação recente (Teles et al. 2020; Martins e Mamede, 2022; Reis, 2023; Abreu, 2023). Entre elas podem brevemente elencar-se: os fluxos de turismo estarem sujeitos a preferências voláteis; os setores de criação de emprego oferecem condições com salários mais baixos e precários do que a média; o impacto negativo expressivo nos custos da habitação e do arrendamento que advém do turismo, que por seu turno cria uma pressão descendente nos salários reais e na taxa de lucro dos setores dos setores produtivos/não-rentistas; a desadequação estrutural entre as baixas qualificações requeridas pelos empregos criados e as qualificações crescentes das novas gerações, incentivando à emigração destas últimas.

A superação deste quadro requer certamente uma estratégia multidimensional e poderá estar em grande medida dependente da superação do atual enquadramento institucional e monetário da zona euro. No entanto, aqui essa discussão mais estrutural é deixada de parte, colocando-se o foco na relação entre a produtividade e a acumulação de capital e a forma como a inversão da política monetária interfere na primeira por ação nesta última.

63 / 94

A evolução da produtividade média do trabalho de uma economia é uma das variáveis mais determinantes para o desenvolvimento das economias. Os seus determinantes são múltiplos e objetos de debates intensos. No entanto, existe amplo consenso entre várias tradições teóricas que a intensificação capitalística dos processos produtivos (*capital deepening*) é um determinante fundamental da sua evolução. Este indicador é comumente avaliado através do rácio capital-trabalho (K/L) de uma economia.

Para clarificar a importância da acumulação de capital na evolução da produtividade do trabalho e, em consequência, os riscos que a subida das taxas de juro pode ter na evolução desta última, é útil observar a forma como a produtividade do trabalho se relaciona com a acumulação de capital.

Com esse fim, deve notar-se que a produtividade média do trabalho pode ser decomposta em duas componentes: o rácio capital-trabalho e o rácio produto-capital. Ambas se relacionam positivamente com a evolução da produtividade média do trabalho. O rácio capital-trabalho mede o número de unidades de capital por trabalhador empregado e tem um efeito sobre a

produtividade do trabalho que se revela intuitiva: técnicas de produção que com maior intensidade capitalística tendem a gerar aumentos de produtividade. Por outro lado, o rácio produto-capital tem, num horizonte de curto a médio prazo, tem uma interpretação associada à capacidade utilizada do capital, associada aos ciclos de expansão e contração das economias. Intuitivamente, esta variável tem um impacto positivo na produtividade média do trabalho, porque maior capacidade utilizada significa um maior número de unidades efetivas de capital utilizadas por cada trabalhador.

Formalmente, temos que:

$$\frac{Y}{L} = \frac{K}{L} * \frac{Y}{K}$$

Onde  $Y$  representa o produto,  $L$  representa o volume de emprego e  $K$  o stock de capital.  $\frac{Y}{L}$  representa a produtividade médio do trabalho,  $\frac{K}{L}$  o rácio capital-trabalho e  $\frac{Y}{K}$  a capacidade utilizada.

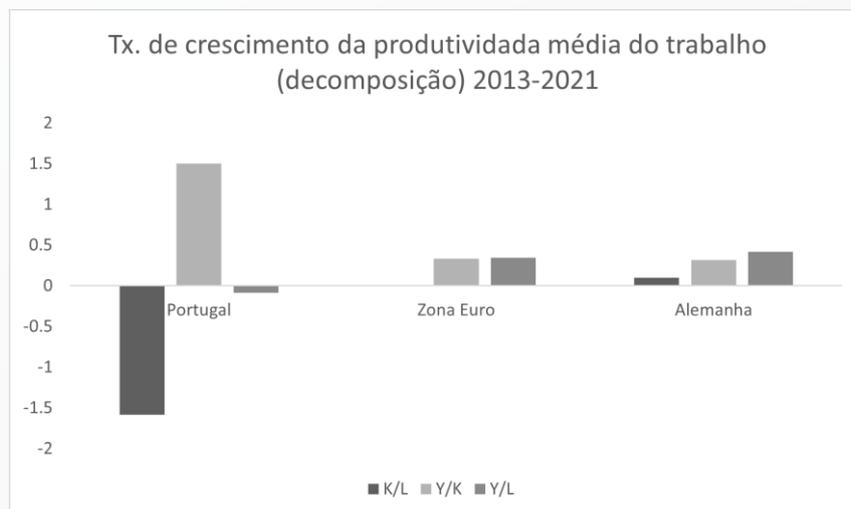
Assim, a taxa de crescimento logarítmica da variável pode ser decomposta em: 64 / 94

$$g\left(\frac{Y}{L}\right) = g\left(\frac{K}{L}\right) + g\left(\frac{Y}{K}\right)$$

Onde  $g(.)$  representa a taxa de crescimento logarítmica de uma variável.

**Figura 10**

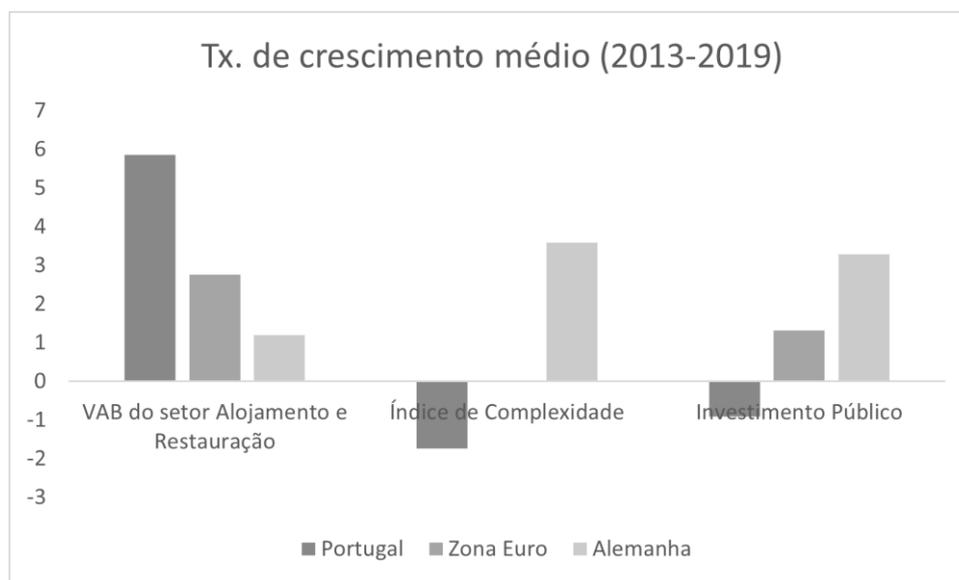
**Decomposição da taxa de crescimento da Produtividade média do trabalho**



Fonte: Ameco e cálculo dos autores

Figura 11

**Mudanças estruturais assimétricas na zona euro.**



Fonte: Ameco e cálculos dos autores

Quando colocada em perspetiva face à média da Zona Euro e à Alemanha, a 65 / 94 avaliação da decomposição da evolução da produtividade média do trabalho em Portugal no período de retoma da economia portuguesa, permite avançar na compreensão do modelo de crescimento da economia portuguesa nos últimos anos, evidenciando a sua relação com a acumulação de capital.

A primeira observação prende-se com a evolução da produtividade ao longo deste período. Enquanto que a zona euro e a Alemanha verificaram crescimentos (ainda que moderados) da taxa de produtividade média do trabalho, Portugal verificou um decréscimo nesta variável. Tal evidencia que o crescimento português foi sobretudo alcançado através da capacidade de absorver uma grande massa de força de trabalho, mostrando-se incapaz de demonstrar uma tendência sustentada de crescimento da produtividade. Este aspeto é particularmente preocupante se tivermos em consideração que a economia portuguesa parte de uma posição inferior do seu patamar de desenvolvimento, pelo que esta evolução configura uma trajetória de divergência e de acentuação da sua categoria periférica.

No entanto, a fonte desse quadro de divergência torna-se mais evidente quando olhamos para as componentes de decomposição. Em evidente contraste com a Zona Euro e com a Alemanha, Portugal verifica uma severa

contração do capital por trabalhador. Sem surpresa, esse dado atípico face aos demais países europeus está relacionado com um modelo económico baseado na internacionalização pelo turismo e nos serviços de baixo valor acrescentado que lhes estão associados. Maior crescimento da economia nesses setores significa, numa perspetiva imediata, um viés estrutural para um rácio capital-trabalho mais baixo. Mas também uma tendência dinâmica para menor acumulação de capital, que se repercute em menor crescimento futuro da acumulação de capital e, por conseguinte, em menor crescimento da produtividade e na diminuição da complexidade dos bens produzidos. Este quadro é reforçado pela evolução anémica do investimento público face à média da zona euro e à Alemanha, em grande parte fruto de uma estratégia de consolidação orçamental com sucessivos excedentes primários positivos.

Na verdade, a evolução da produtividade na economia portuguesa só não teve um registo mais dececionante fruto do contributo muito positivo do aumento da capacidade utilizada do capital, que decorreu do período de expansão que a economia experienciou. Isto é, existiu uma pressão ascendente sobre a produtividade que se deveu a um efeito essencialmente cíclico.

66 / 94

Após esta discussão, é possível apresentar com clareza os argumentos críticos à tese de que a economia portuguesa tem uma estrutura de desenvolvimento robusta, pouco suscetível aos efeitos adversos da política monetária contracionista.

Dois dos argumentos angulares que são avançados para sustentar a tese da robustez do modelo de desenvolvimento português (a expansão económica alavancada pelas exportações e a trajetória recente de acentuada consolidação orçamental) encerram, na verdade, as razões da sua fragilidade. O modelo de acumulação baseado na procura externa assenta em setores de atividade com baixa produtividade e com baixo potencial de expansão da produtividade, que têm sustentado um padrão de divergência em relação centro. A baixa acumulação de capital associada a esses setores introduz um viés descendente na intensidade capitalística da economia portuguesa, num padrão em evidente divergência com o centro europeu. Por outro lado, a estratégia de contração do investimento público adiciona ao problema da queda do stock de capital da economia e dos seus efeitos respetivos no incentivo à acumulação privada e à produtividade.

Em face deste cenário, conclui-se que a economia portuguesa é das que mais necessita, no quadro europeu, de acelerar a sua acumulação de capital para inverter esta tendência. Com efeito, será das economias relativamente mais prejudicadas com uma política monetária contracionista que terá efeitos negativos na procura, nomeadamente na acumulação de capital, pelo aumento dos custos de financiamento e pelo desincentivo ao investimento criado pelas expectativas de capacidade utilizada mais baixa no futuro.

Essa trajetória de acumulação de capital (mesmo que difícil no atual enquadramento da economia portuguesa) só ficará mais débil num enquadramento de elevadas taxas de juro que aumentam o custo do crédito para fins produtivos. Neste sentido, o aumento das taxas de juro será mais um fator que diminuirá o ritmo da muito necessária acumulação de capital na economia portuguesa, condição necessária, mesmo que não suficiente, para a um desenvolvimento sustentável. Em face disto, a tese de que a estrutura da economia portuguesa é impermeável aos efeitos externos negativos da política monetária é irrealista.

#### 4.2.2 A condicionalidade perpétua: o agravar da posição de vulnerabilidade face à discricionariedade do BCE e à flutuação de sentimentos nos mercados financeiros. 67 / 94

Outro argumento muito popular no debate público, entre os defensores de que a economia portuguesa tem hoje um perfil de maior resistência e robustez, respeita à sua capacidade de manter o seu financiamento em níveis sustentáveis, apesar da subida das taxas de juro de referência, após uma década de intervenção ativa nos mercados de dívida secundária por parte do BCE. De novo, este argumento tem dificuldade em resistir face a uma análise mais profunda do contexto macroeconómico português.

Em Maio de 2022, logo depois se anunciar a subida das taxas de juro diretas para terreno positivo e a sua subida contínua ao longo dos meses seguintes, registou-se uma súbita escalada das taxas de juro dos países do sul da Europa (Portugal incluído) face às taxas de juro dos países do centro. O risco de uma nova crise associada ao financiamento de Estados colocados na dependência dos mercados pelo euro foi bem real. Tanto que o BCE se apressou a declarar que iria lançar um novo programa para estabilizar os mercados de dívida. Esse programa designa-se TPI (Transmission Protection Mechanism). Em termos gerais, o IPT é um mecanismo que

expressa o compromisso do BCE de continuar a intervir nos mercados secundários em caso de divergência nas taxas de juro soberanas, mesmo num cenário de política monetária recessiva. Até agora, o mecanismo foi capaz de estabilizar os mercados de dívida soberana, mas não é claro que funcione de forma sustentável no futuro. O motivo é relativamente óbvio: uma vez que os desequilíbrios fundamentais ainda estão presentes e existe uma contradição fundamental entre a decisão prosseguir uma política monetária contraccionista e prometer estímulos expansionistas, se necessário, em caso stress financeiro.

Assim, enquanto os grandes desequilíbrios macroeconómicos da economia portuguesa, causados por uma arquitetura monetária disfuncional, primeiro, e por um programa de ajustamento desadequado nos seus instrumentos, depois, não forem solucionados, a economia portuguesa manter-se-á numa posição de grande fragilidade. Por um lado, porque depender deste tipo de programas para manter o seu financiamento remete o Estado português para uma posição de condicionalidade e subalternidade perpétuas face à arbitrariedade de decisão do BCE. Basta uma decisão do Estado português que contrarie os desejos do BCE e este é capaz, de imediato, de causar uma crise de dívida pública da economia portuguesa, desativando o TPI. Mas o mecanismo pode simplesmente falhar, porque a contradição entre a orientação recessiva do Banco Central e a sua promessa expansionista em caso de crise pode cair em descrédito junto dos mercados financeiros.

68 / 94

Finalmente, mesmo que nenhum destes cenários se verifique, o efeito da subida da taxa de juro diretora do BCE tem já um impacto significativo no custo de financiamento da economia portuguesa. Dada o elevado stock de dívida pública, o refinanciamento desta dívida aos novos juros representará que uma maior fatia de recursos públicos será alocada nos próximos anos ao serviço de dívida pública, reduzindo o muito necessário espaço orçamental da economia portuguesa. Uma vez que, como se defende ao longo deste artigo, esta subida das taxas de juro era desnecessária para responder ao perfil de inflação registado, esta decisão merece ser criticada por estar já a desviar desnecessariamente recursos públicos dos serviços públicos para os mercados financeiros.

### 4.2.3. O intensificar da crise habitacional e da fragilidade financeira das famílias

A economia portuguesa atravessa uma intensa crise de acesso à habitação, fruto de aumentos do valor dos ativos imobiliários e das rendas muito acima do valor dos salários. Entre 2013 e 2023, os preços da habitação aumentaram 106%, enquanto os salários médios nominais aumentaram apenas 26% em igual período. Esta crise não é dissociável do modelo de crescimento que se descreveu no ponto 4.2.1. Com o número de casas por habitante acima da média da União Europeia, o problema não se deve a falta de capacidade instalada para habitação. Por outro lado, a subida dos custos de construção, embora relevantes, não são significativamente diferentes dos registados noutros países europeus, pelo que essa subida das matérias-primas não pode explicar o diferencial relativo para outros países europeus.

Os estudos que tentam problematizar a singularidade da crise da habitação em Portugal apontam três fatores definidores, todos associados à intensa especialização na internacionalização do turismo, traduzida numa interação entre os mais tradicionais efeitos de ajustamento de oferta habitacional aos fluxos de curto-prazo associados ao turismo de massas, mas também a um novo perfil de internacionalização das propriedades imobiliárias impulsionada por fundos de investimento e particulares: i) recomposição da oferta existente, com a realocação de alojamentos de arrendamento de longo-prazo para arrendamento de curto-prazo para acomodar a procura turística; ii) o aumento da procura externa por habitações e rendas de longa-duração, num efeito conjugado da ação de fundos imobiliários e cidadãos estrangeiros, com destaque para aposentados e nómadas-digitais; e iii) a criação de nova oferta habitacional para os segmentos de mercado da procura externa, com prevalência do mercado de luxo sobre a oferta de habitações com perfil adequado para satisfazer a procura no mercado interno. (Cocola-Gant and Gago 2021; Lestegás, 2021; Drago 2021; Santos et al, 2022).

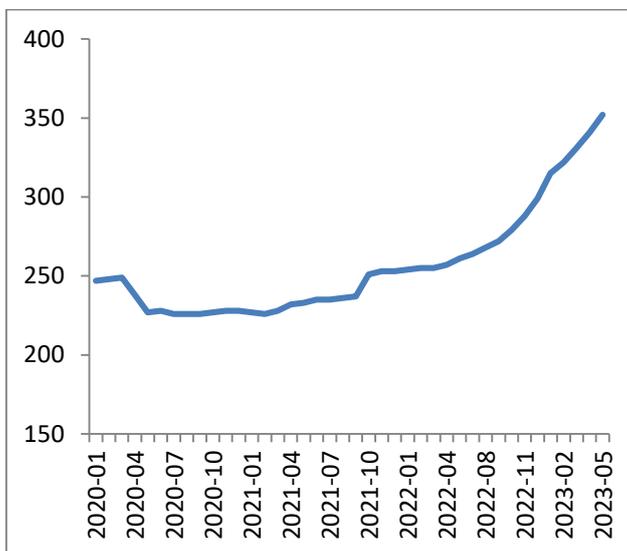
A implementação de política monetária contracionista afeta negativamente o quadro de acesso à habitação e fragiliza a situação financeira das famílias. Por um lado, aumenta os encargos financeiros com o crédito à habitação. Este efeito é particularmente pronunciado para os empréstimos mais

recentes, cujo valor nominal elevado refletia já a escalada do preço da habitação nos últimos anos. Por outro lado, impede o acesso ao crédito à habitação de camadas das classes médias que a ele poderiam aceder numa situação contrafactual. Tal configura o deslocar desta procura habitacional para o mercado de arrendamento, colocando procura adicional num mercado já substancialmente sobreaquecido.

À tese de que de que a política monetária contracionista tem um efeito agravado no acesso à habitação na economia portuguesa pode contrapor-se que a crise no acesso à habitação é transversal à maioria das economias desenvolvidas e que os efeitos negativos descritos acima são comuns. Sendo inequívoca a asserção da transversalidade da crise habitacional, é importante notar que a economia portuguesa apresenta um conjunto de características que agravam esse impacto. Em primeiro lugar, a intensidade da crise à partida. Se é verdade que o problema da habitação é comum a muitas economias, é também evidente que Portugal se defronta com um dos casos mais graves, onde o diferencial entre a evolução das rendas e dos salários é dos mais graves. Em segundo lugar, os possíveis efeitos desagravadores das taxas de juro sobre os preços da habitação são menos prováveis em Portugal, onde a procura externa desempenha um papel relevante na valorização dos ativos imobiliários. Como é razoável assumir que esta procura externa de particulares e de fundos imobiliários é menos sensível à evolução das taxas de juro do que a procura imobiliária baseada na procura interna, é expectável que o efeito da política monetária no preço dos ativos imobiliários seja menor comparado com outras economias. A escassez aguda de oferta pública de habitação é outra característica distintiva da economia portuguesa. Portugal tem dos mais baixos parques habitacionais públicos da União Europeia (dados), o que significa que a capacidade de neutralizar flutuações ascendentes no mercado de arrendamento é muito menor, conduzindo a um maior agravamento das rendas. Finalmente, Portugal tem uma grande proporção de empréstimos para habitação a taxa variável, aspeto que aumenta a fragilidade das famílias portuguesas com crédito habitação às flutuações de política monetária.

**Figura 12**

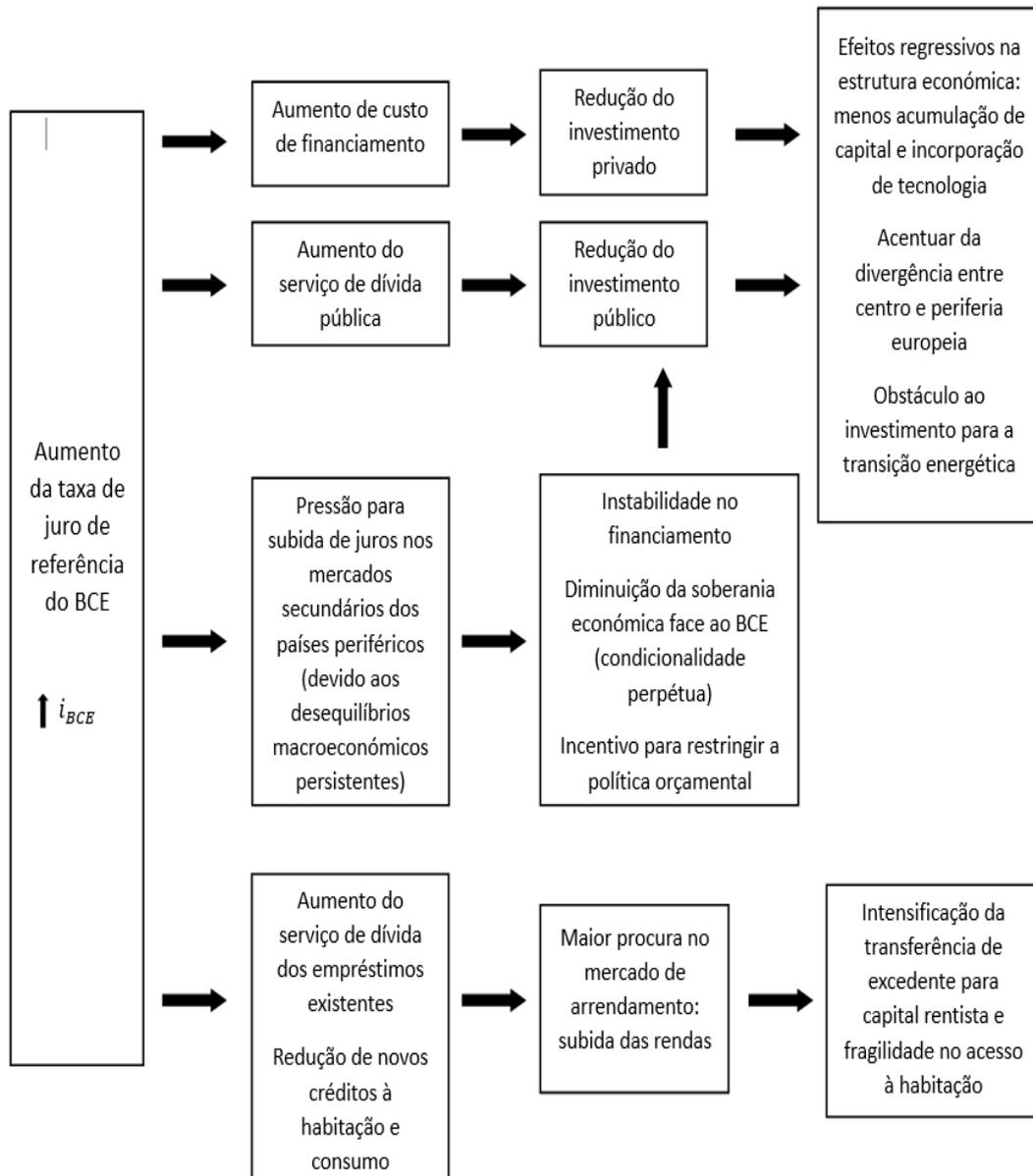
**Prestação média vencida nos contratos de crédito a habitação**



Fonte: INE

**Esquema 1**

**Sumário da amplificação dos efeitos negativos da política monetária contracionista no contexto de uma economia semi-periférica/da periferia europeia**



## 5. Devemos esperar uma espiral inflacionista? Um breve exercício de simulação

A estratégia do governo português no que diz respeito à política de rendimentos refletiu a perspetiva dos seus membros sobre a natureza da inflação e, em especial, da sua perceção sobre os riscos enfrentados pelos decisores públicos. Como referido anteriormente, a promoção de aumentos salariais foi vista como indesejável pelos responsáveis da política económica do governo devido à ideia de que poderia provocar uma espiral inflacionista. Assim, o governo português optou por aprovar aumentos reduzidos para a maioria dos funcionários públicos, abaixo da inflação registada. Para o setor privado, o governo anunciou um Acordo para os Rendimentos e a Produtividade, assinado com as confederações patronais, onde foram definidas metas para a evolução salarial nas empresas, nomeadamente no âmbito da negociação coletiva, em troca de benefícios fiscais em sede de IRC para as empresas cumpridoras. A meta definida pelo governo para os aumentos salariais médios em 2023 era de 5,1%, abaixo da inflação registada no ano passado.

73 / 94

### **O mecanismo de propagação da inflação na economia política crítica: uma simulação ilustrativa**

O principal problema com a interpretação expressa pela visão crítica da economia política diz respeito à sua aparente falta de intuição. Os salários fazem parte dos custos das empresas e, nesse sentido, há a tentação de se concluir que o aumento dos salários nominais nos períodos subsequentes agrava necessariamente a inflação. Um exercício de simulação pode ser um instrumento útil para mostrar que tal resultado é muito improvável sob um conjunto razoável de premissas. Uma simulação simples, assente em hipóteses razoáveis e realistas, pode ajudar a desconstruir essa ideia.

## 5.1. Hipóteses

Nesta simulação assume-se que as empresas aplicam um método de “preço de custo acrescido” (*cost-plus pricing*). Na determinação dos preços que cobram pelos seus produtos, as empresas fixam uma margem percentual sobre os custos totais do processo produtivo, que incluem os custos unitários do trabalho e os custos unitários dos materiais utilizados. Seguindo Lavoie (2022), este comportamento de definição de preços pode ser formalizado da seguinte forma:

$$p = (1 + \theta)(ULC + UMC)$$

Onde  $p$  representa o preço do bem produzido pela empresa,  $ULC$  representa os custos unitários do trabalho e  $UMC$  representa os custos unitários dos materiais.  $ULC$  representa os custos salariais totais divididos pelo número de unidades vendidas pela empresa (o produto da empresa):  $ULC = \frac{w_n \cdot l}{py}$ , onde  $w_n$  representa o salário médio nominal,  $l$  representa o número de trabalhadores,  $p$  representa o nível de preços e  $y$  representa o produto da empresa.  $UMC$  representa os custos totais não-salariais por unidade vendida:  $UMC = \frac{mc}{y}$ , onde  $mc$  representa os custos materiais. 74 / 94

Por definição, o valor acrescentado por unidade ( $va$ ) corresponde à soma dos lucros e salários por unidade de produção:

$$va = \theta(ULC + UMC) + ULC$$

Consequentemente, a proporção dos lucros no valor acrescentado – isto é, a fração do rendimento que é recebida pelo capital (*profit share*,  $PS$ ) – e a proporção dos salários no valor acrescentado – a fração do rendimento que é recebida pelo trabalho (*wage share*,  $WS$ ) – são dadas pelas seguintes equações:

$$PS = \frac{\theta(ULC + UMC)}{\theta(ULC + UMC) + ULC}$$
$$WS = 1 - PS = \frac{ULC}{\theta(ULC + UMC) + ULC}$$

Por motivos de simplificação da exposição, podemos reescrever a equação [1] da seguinte forma:

$$p = (1 + \theta)(1 + j)ULC$$

Onde  $j$  é o rácio dos custos unitários dos materiais sobre os custos unitários do trabalho ( $j = \frac{UMC}{ULC}$ ). Os ULC podem ainda ser decompostos como o rácio do salário médio real ( $w_r$ ) e a produtividade média do trabalho ( $\lambda$ ):

$$ULC = \frac{w_n l}{p y} = w_n \cdot \frac{l}{p y} = w_n \cdot \frac{1}{\lambda} = \frac{w_n}{\lambda}$$

Então,

$$p = (1 + \theta)(1 + j) \frac{w_n}{\lambda}$$

Supondo  $\kappa = (1 + \theta)j = (1 + j)$ ,

$$p = \kappa \cdot J \cdot \frac{w_n}{\lambda}$$

Logo, a inflação (i.e. a taxa de crescimento do nível de preços) é dada por:

$$\hat{p} = \hat{\kappa} + \hat{J} + \hat{w}_n - \hat{\lambda}$$

Onde  $\hat{\cdot}$  denota a taxa de crescimento logarítmica das variáveis.

75 / 94

Nesta simulação, assume-se uma economia composta por um setor com uma empresa representativa. Assim, a taxa de inflação da economia corresponde à alteração do preço praticado pela empresa representativa. Embora se trate de uma simplificação substancial, não compromete as principais implicações da simulação, como se argumentará na discussão dos resultados.

## 5.2. Cenário base - choque de oferta e subsequente ajuste salarial

O cenário base pretende avaliar o impacto de um aumento acentuado dos custos dos bens intermédios utilizados pelas empresas na produção, em semelhança com o que ocorreu no período pós-pandémico. Para capturar esta dinâmica, assume-se que a empresa representativa experiencia um choque nos custos não-salariais (como, por exemplo, os da energia, do transporte ou de matérias-primas utilizadas). Assume-se que este choque corresponde a um aumento de 25% nos custos unitários dos materiais ( $UMC$ ) do período 0 para o período 1, pelo que  $UMC_1 = 1.25 UMC_0$ . De forma a ilustrar as dinâmicas de ajustamento a médio prazo, a simulação estende-se ao longo de quatro períodos. O choque no custo dos bens intermédios é único

mas persistente ao longo do período (o que significa que estes custos não regressam ao seu valor inicial,  $UMC_4 = UMC_1 = 1.25 UMC_0$ ). A ideia é ilustrar a persistência dos aumentos de custos do petróleo, gás, eletricidade e matérias-primas observada na sequência da pandemia e da guerra na Ucrânia.

Os salários ajustam-se de forma a que a taxa de crescimento nominal média dos salários em cada período iguale a taxa de inflação registada no período anterior. Por outras palavras, os trabalhadores reivindicam salários nominais tais que o valor real dos seus rendimentos é preservado. Formalmente:

$$w_t^N = w_{t-1}^N \cdot (1 + \hat{p}_{t-1})$$

É importante salientar que a hipótese assumida é a de que os trabalhadores possuem poder negocial suficiente para reivindicar aumentos nominais em linha com inflação do período passado. Esta é um cenário otimista face ao que se tem observado nos últimos meses nas economias europeias, onde os salários reais têm caído de forma generalizada.

76 / 94

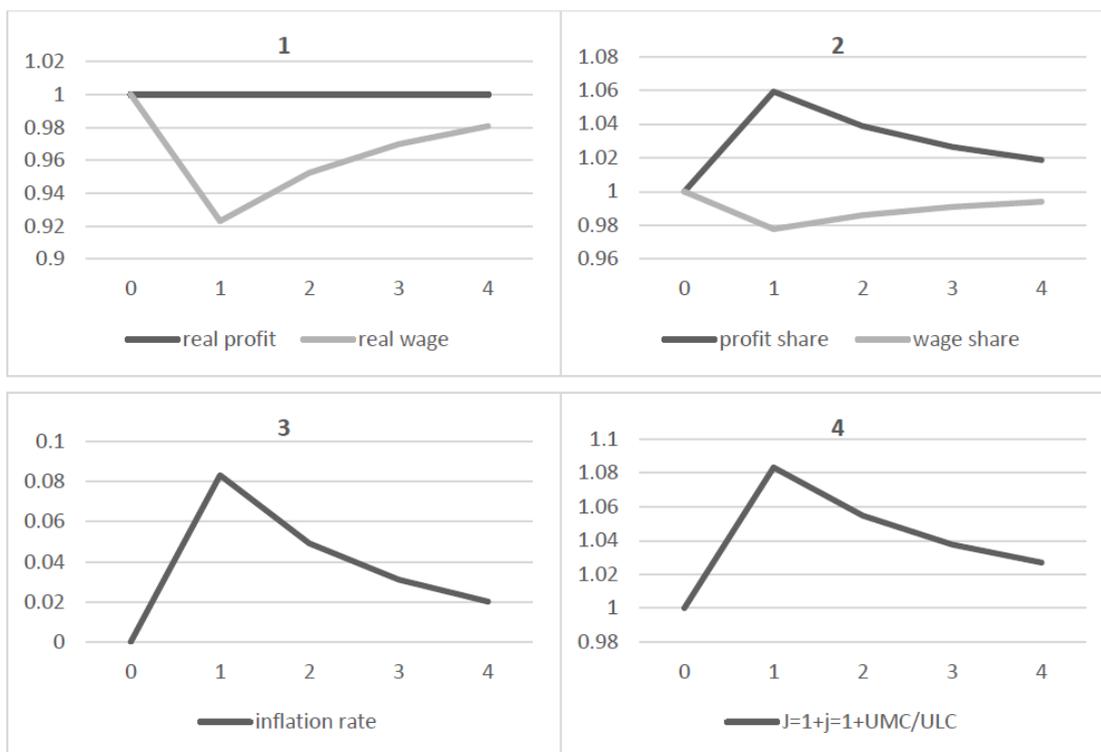
As condições iniciais do cenário são as seguintes:

- A margem das empresas é de 25%:  $\theta = 0.25$  e  $k = 1.25$ ;
- Os custos unitários dos materiais são normalizados à unidade e os custos unitários do trabalho representam o dobro do peso dos custos unitários dos materiais na estrutura de custos das empresas:  $UMC_0 = 1$  e  $ULC_0 = 2 UMC_0 = 2$  ( $j_0 = 0.5$  e  $J_0 = 1.5$ );
- A produtividade média do trabalho é normalizada à unidade:  $\lambda_0 = 1$ ;
- O choque é dado por:  $\Delta UMC = +0.25 = UMC_1 - UMC_0$ , o que implica que ( $j_1 = 0.625$  e  $J_1 = 1.625$ ).

Os resultados são apresentados graficamente na Figura 13.

Figura 13

Resultados da simulação no cenário base



**5.3. Discussão dos resultados**

Para maior clareza da análise, é útil começar por detalhar os efeitos do choque no período 1, antes de extrair conclusões para o exercício geral de simulação. No período 1, o comportamento da inflação é totalmente explicado pelo aumento da inflação de  $UMC$  introduzido pelo choque. O aumento de  $UMC$  implica um aumento do rácio  $j = \frac{UMC}{ULC}$ , o que logicamente implica um aumento de  $J$ , pois  $J = 1 + j$ . Como o markup, o salário nominal médio e a produtividade média do trabalho são mantidos constantes, a taxa de inflação será igual à taxa de crescimento de  $J$  ( $\hat{p} = \hat{J}$ ). É exatamente o que se observa nos gráficos 3 e 4. Como resultado do choque,  $UMC$  aumenta 25%, o que corresponde a um aumento de 8% em  $J$  e taxa de inflação do período 1. Analisando o rendimento em valor real distribuído por capitalistas e trabalhadores, observamos no gráfico 1 que a taxa de lucro real permanece constante, pois enquanto o markup ( $\theta$ ) (e, conseqüentemente,  $\kappa$ ) permanecer constante, os capitalistas sempre conseguem preservar o valor real de seus lucros. Por outro lado, o salário real cai na mesma proporção que o aumento

da taxa de inflação. Tal deriva da hipótese de que os salários nominais crescerão em linha com o nível de inflação do período anterior, que assumimos igual a zero no momento inicial por simplificação. Em relação à distribuição funcional do rendimento, observa-se o aumento da proporção dos lucros (levando a uma queda simétrica da participação nos salários). Isto ocorre porque, *ceteris paribus*, um aumento de  $j$  conduz sempre a um aumento na proporção de lucros no valor acrescentado quando as empresas estão praticando custos mais preços <sup>7</sup>.

Após a ilustração dos canais de transmissão do exercício de simulação, podem ser apresentados alguns resultados gerais:

- *O lucro real médio é constante em todos os períodos, mesmo quando o salário real médio está a aumentar.* Este é um resultado central para desconstruir o equívoco que frequentemente envolve o debate. O salário real pode aumentar sem que isso implique, em termos lógicos, que o lucro real médio caia. Neste caso, o lucro real permanecerá constante porque o markup constante garante que o nível de preços aumenta de forma proporcional à subida dos custos intermédios não salariais (UMC). Por outro lado, isto é consistente com um aumento do salário real, porque, à medida que o crescimento do salário nominal e os custos unitários do trabalho aumentam, o rácio  $j = \frac{UMC}{ULC}$  diminui. Isso permite que os salários nominais cresçam mais rápido que a inflação, enquanto o lucro real é constante.
- *Sob cost-plus pricing, um aumento nos UMC promove a transferência de rendimento relativo do trabalho para o capital, originando um aumento da fração dos lucros no valor acrescentado.* Como é possível verificar na imagem 2, o aumento dos UMC (e conseqüente aumento de  $j$ ) implica um aumento da fração nos lucros e uma diminuição da fração dos salários. Isso persistirá até  $j$  voltar ao seu nível inicial, o que mostra a persistência da assimetria a favor do capital após um choque nos custos intermédios não salariais (UMC)

---

<sup>7</sup>Lavoie (2014, p.159) prova esse resultado algebricamente tomando a derivada parcial da participação nos lucros relativa a  $j$ . abemos que  $PS = \frac{\theta(ULC+UMC)}{(\theta(ULC+UMC)+ULC)}$ . Isso é equivalente, após manipulação algébrica, a  $PS = \frac{\theta(1+j)}{1+\theta(1+j)}$ . Tomando a derivada parcial, obtemos:  $\frac{\delta PS}{\delta j} = \frac{\theta}{[1+\theta(1+j)]^2} > 0$ . Como a derivada parcial é positiva para o intervalo de valores possíveis de seus parâmetros, uma variação positiva em  $j$  sempre levará a um aumento na participação nos lucros.

- *A inflação diminui progressivamente ao longo do tempo e essa tendência é consistente com o aumento do salário real e o aumento da proporção dos salários no valor acrescentado.* Durante o exercício de simulação, os determinantes da inflação apontam em direções opostas. Por um lado, o crescimento dos salários nominais está pressionando a inflação para cima. Inversamente, a evolução negativa de  $J$  à medida que os custos unitários do trabalho ( $ULC$ ) sobem pressiona a inflação em sentido descendente. O fato de o último efeito ter um valor absoluto maior permite que o salário real aumente enquanto o lucro real permanece constante.

#### 5.4. Cenário alternativo: considerar um choque no markup

Para considerar a possibilidade de um canal de inflação advindo dos markups, este cenário adicionará às condições do cenário de base a hipótese de que o markup aumenta no período imediatamente após o choque e se manterá constante durante o período do exercício.

79 / 94

É importante notar que o aumento do markup é arbitrário, tendo como único objetivo avaliar a evolução geral das variáveis no caso de um aumento dos markups seguir o choque inicial de oferta nos custos unitários dos materiais ( $UMC$ ). Da mesma forma, é importante notar uma parte importante do argumento dos economistas que defendem esse canal é que esse aumento do markup foi muito assimétrico entre os setores. Por se tratar de um modelo simples de um setor, essa assimetria setorial não pode ser observada diretamente. No entanto, o markup representativo pode ser interpretado como uma média ponderada de vários setores com diferentes evoluções em termos de markups. Por fim, assim como no cenário de base, a permanência de um novo valor constante do markup após o choque inicial tem caráter meramente ilustrativo. Não reflete a ideia de que empiricamente essa condição é verificada.

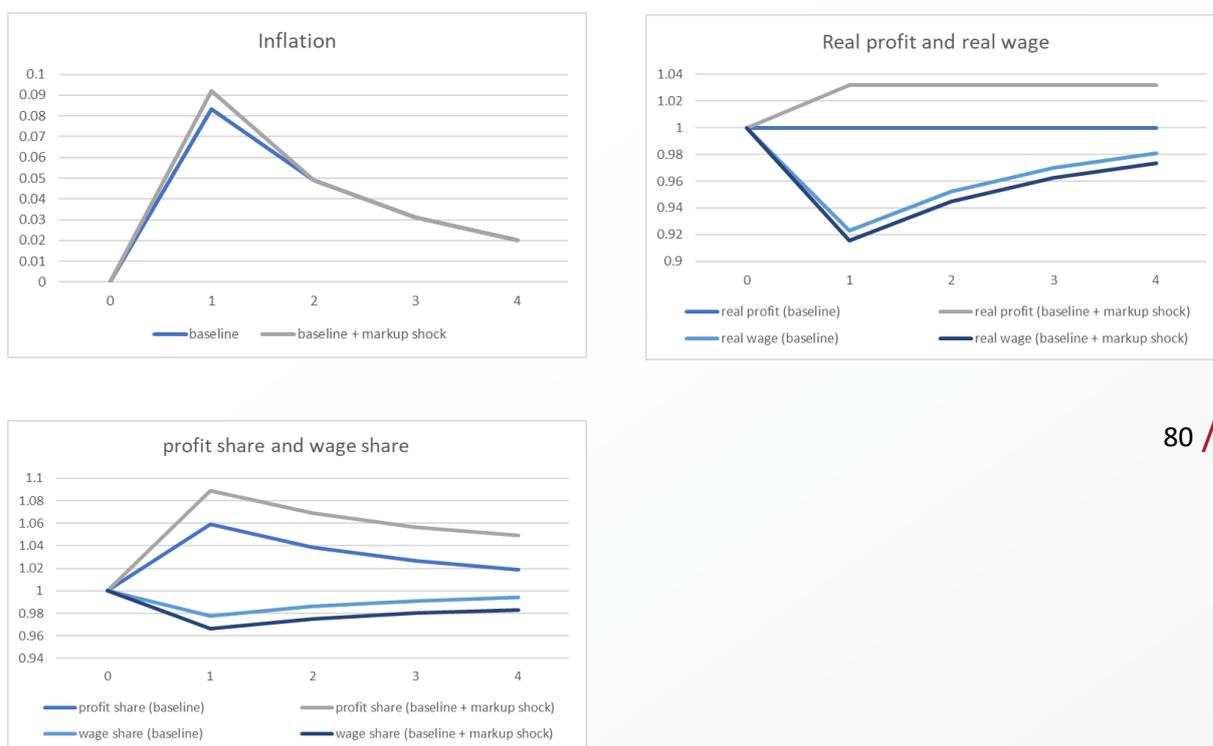
#### Caracterização do Choque

O choque é dado por:  $\Delta UMC = +0,25 = UMC_1 - UMC_0$ , implicando  $j_1 = 0,625e$  e  $J_1 = 1,625$ . Este choque é considerado permanente para os restantes períodos do exercício ( $UMC_4 = \dots = UMC_1 = 1.25UMC_0$ ).

Um aumento de 4% no markup da empresa, correspondendo a  $\Delta\theta = \theta_1 - \theta_0 = 0,26 = 0,25 * 1,04 - 0,25 = 0,01$ , implicando  $\kappa_1 = 1,26$ . Este choque é considerado permanente para o resto do exercício ( $\theta_4 = \dots = \theta_1 = 1.04\theta_0$ ).

**Figura 13**

**Resultados da simulação no cenário alternativo**



**Discussão dos resultados no cenário alternativo**

Em relação ao cenário base, é possível notar três diferenças fundamentais: i) ao contrário do cenário base, o lucro real cresce em consequência do choque de markup. O crescimento do lucro real é igual a  $\hat{\kappa} = (\widehat{1 + \theta})$ ; ii) a inflação atinge um valor maior no período em que ocorre o choque, mas segue a mesma trajetória do cenário base nos demais períodos. Isso significa que a adição do choque de markup tem apenas um efeito de nível direto sobre a inflação no período do choque. O mecanismo de propagação nos restantes períodos continua a ser inteiramente impulsionado pelo ritmo de ajustamento salarial; iii) a inclusão do choque de markup intensifica a desigualdade na distribuição tanto no período do choque quanto nos períodos seguintes. O salário real e a massa salarial sofrem uma queda mais

acentuada no período do choque. Apesar da taxa de crescimento de ambas as variáveis igualarem o cenário de base nos períodos seguintes, os níveis pós-choque do salário real e da massa salarial são mais baixos para cada um dos períodos seguintes, devido ao valor inicial inferior após o choque.

Em face destes resultados, é possível ser-se tentado a minimizar a importância do choque associado ao markup, dado seu efeito de nível exclusivo no período do choque. Mas essa conclusão imediata deve ser evitada por duas razões relacionadas entre si. A primeira diz respeito à desigualdade. Mesmo que o crescimento da inflação não seja afetado pelo choque no markup nos períodos seguintes, neste novo cenário os capitalistas obtêm não apenas uma proporção maior do valor acrescentado em comparação com o cenário de base (uma maior fração dos lucros no rendimento), mas também aumentam os seus lucros reais (ao contrário do cenário de base). Isto é, obviamente, conseguido à custa de uma fração menor dos salários e de salários reais mais baixos, persistentemente mais baixos em relação ao cenário base nos períodos seguintes. Mas o ponto mais relevante é que apesar do choque no markup não ter impacto sobre a magnitude do mecanismo de propagação da inflação (no sentido de que o valor da inflação é o mesmo do cenário base), terá provavelmente impacto na duração do mecanismo de propagação. Tal decorre do facto de o processo de ajustamento salarial levar um número maior de períodos para atingir os níveis pré-choque do salário real e da fração dos salários no valor acrescentado.

81 / 94

Nesse sentido, a adoção de políticas para controlar os markups após um choque de oferta nos custos intermediários pode ser uma ferramenta importante para reduzir a duração do surto inflacionista, bem como para combater a desigualdade durante esse processo.

## **5.6. Conclusões do exercício de simulação**

Uma estratégia de crescimento dos salários nominais com o fim de preservar o valor real dos salários, após um choque nos custos dos consumos intermédios (como o verificado após a pandemia), é consistente tanto com uma taxa de inflação que diminui ao longo do tempo quanto com a preservação dos lucros reais. De facto, como foi demonstrado, a ausência de

reação salarial apenas ampliará a desigualdade de rendimento em favor do capital.

Num cenário em que os salários se ajustam plenamente ao choque através de expectativas adaptativas da inflação, a única possibilidade de os aumentos salariais conduzirem a uma aceleração da inflação é no caso em que as empresas revejam a sua meta de taxa de retorno após o choque. Isto é, se as empresas aumentarem as margens após o choque de modo a tornarem-no consistente com a proporção dos lucros após o choque inflacionista. No entanto, se for esse o caso, não se pode considerar uma espiral salários-preços, porque não se baseia numa mudança de comportamento dos trabalhadores relativamente à sua “taxa de retorno” pretendida. Seria mais corretamente definida como uma espiral lucros-preços.

Uma estratégia de promoção do crescimento dos salários nominais após um choque nos custos intermédios não salariais é essencial para não transformar o aumento temporário da inflação numa crise do custo de vida e evitar um aumento persistente da desigualdade. Este tipo de estratégia 82 / 94 deve ser complementada por políticas que previnam o aumento extraordinário do markup após o choque de oferta. Essas medidas são importantes por três razões: para diminuir a propagação da inflação através de interligações setoriais, para diminuir a propagação da inflação através de um processo de reajuste salarial mais longo e para diminuir a desigualdade na distribuição funcional do rendimento.

## 6. Conclusão

Depois de décadas em que a subida dos preços foi muito contida, o regresso da inflação voltou a colocar o tema no centro do debate económico. A subida acentuada dos preços da energia e os posteriores efeitos de contágio à maioria das atividades económicas tem motivado um intenso debate sobre a origem do atual fenómeno inflacionista, bem como a sua evolução ao longo dos meses e a resposta mais adequada por parte das autoridades.

Os dados disponíveis indicam que, no conflito distributivo inerente ao processo inflacionário, o capital tem saído vencedor. Face ao choque provocado pela subida acentuada dos preços de matérias-primas essenciais como os bens energéticos, a manutenção – e, em alguns setores, o aumento

– das margens de lucro e o crescimento muito modesto dos salários nominais traduziram-se numa alteração da distribuição funcional do rendimento em favor dos detentores de capital e em detrimento dos trabalhadores, operando uma transferência de rendimento dos segundos para os primeiros. Este processo é explicado, em larga medida, pela posição estruturalmente desfavorável dos trabalhadores, devido ao facto de os níveis de sindicalização se encontrarem em mínimos históricos e da negociação coletiva ser muito pouco expressiva, ao que se junta a política salarial de governos como o português, que definiu aumentos nominais baixos para a maioria dos funcionários do Estado, impondo-lhes cortes reais.

Nesse sentido, a inflação tem afetado particularmente os grupos sociais com menores rendimentos. No entanto, é importante ter em conta que esse não é um dado adquirido ou um resultado inevitável da subida do nível geral de preços, mas antes o resultado do reduzido poder reivindicativo dos trabalhadores e da ausência de medidas de reforço da sua posição. Além disso, embora níveis muito elevados de inflação possam estar associados a desempenhos menos positivos da economia e a menores níveis de crescimento, a evidência empírica sugere que os valores atuais ainda se encontram bastante longe daqueles a partir dos quais a evolução dos preços se tornaria um obstáculo ao crescimento (que, segundo as estimativas mais recentes, superam os 15%). Ou seja, o problema com que nos deparamos não é a inflação em si, mas sim a crise do custo de vida que resulta da compressão dos salários reais.

83 / 94

A resposta que tem sido mobilizada para fazer face à subida dos preços, que reúne o apoio de boa parte dos economistas, é manifestamente desadequada para lidar com os problemas que as economias europeias enfrentam. A subida das taxas de juro por parte dos bancos centrais é uma estratégia pouco eficaz do ponto de vista macroeconómico, visto que a inflação é um fenómeno resultante da subida dos preços em alguns setores sistemicamente significativos – como o da energia e o dos bens alimentares –, sobre os quais a política monetária dificilmente produzirá efeitos. Como a própria presidente do BCE já reconheceu, “aumentar os juros hoje não reduzirá os preços da energia” (Lagarde, 2022). Além disso, é uma estratégia injusta do ponto de vista social, visto que, ao tornar mais caro o recurso ao crédito, a resposta que oferece à subida do nível geral dos preços passa pela restrição do consumo e do investimento privado, com efeitos negativos

sobre a atividade económica e o emprego. Os defensores desta estratégia escudam-se na ideia de que a inflação tem um impacto regressivo, omitindo que (i) esse efeito não se deve à inflação, mas sim à restrição salarial e (ii) a política monetária recessiva tem claros efeitos regressivos, que aprofundam as desigualdades, através da destruição de emprego (que atinge desproporcionalmente os grupos sociais mais vulneráveis), do efeito disciplinador sobre o trabalho e do aumento dos rendimentos do capital rentista.

A desadequação da atual estratégia de resposta à inflação é ainda mais clara no caso da economia portuguesa, devido à sua natureza periférica no contexto europeu. À semelhança da restante periferia do Sul da Europa – Itália, Espanha e Grécia –, Portugal encontra-se numa posição de grande fragilidade devido aos desequilíbrios macroeconómicos associados à adesão à moeda única. O elevado endividamento externo, acumulado na primeira década após a adesão ao Euro, e o endividamento público, que aumentou após a crise financeira de 2007-08 e o programa de ajustamento da troika, deixam o país dependente das decisões do BCE para manter o seu financiamento nos mercados, constituindo uma posição de condicionalidade perpétua face às instituições europeias.

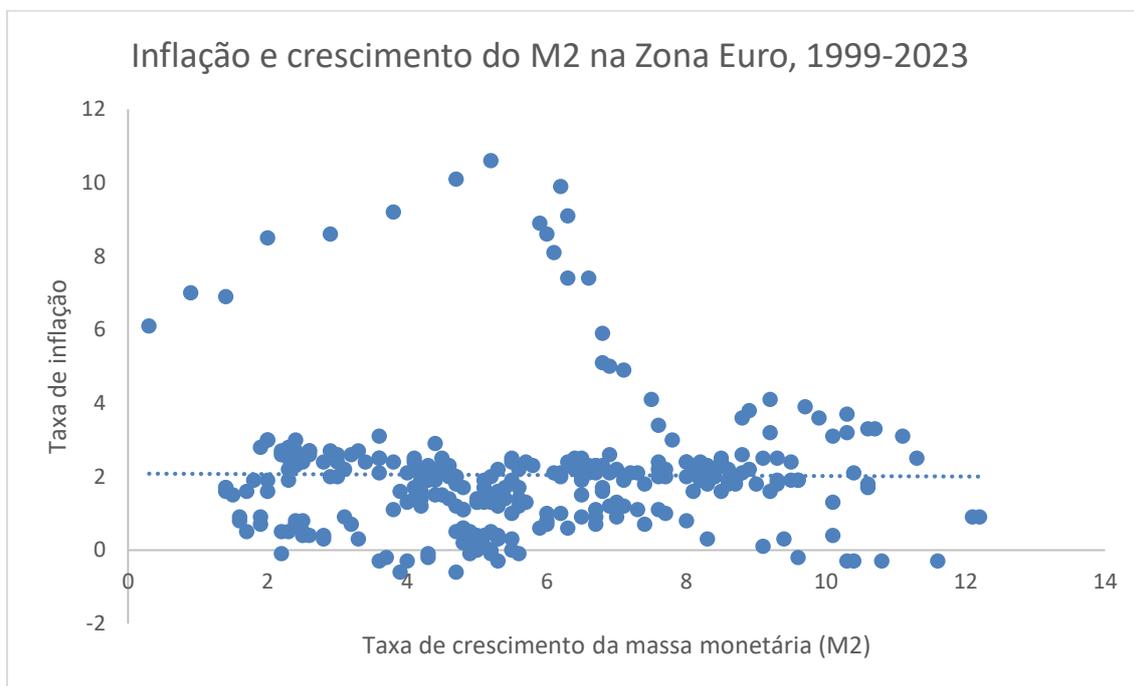
84 / 94

Depois de os bancos centrais terem atuado de forma expansionista durante o período mais crítico da pandemia, injetando liquidez para estabilizar os mercados financeiros, evitar subidas acentuadas dos juros da dívida pública e dar margem de manobra aos governos para aprovarem medidas de manutenção dos postos de trabalho e dos rendimentos, a orientação inverteu-se e o objetivo da política monetária passou a ser o de comprimir a atividade económica, restringir os salários reais e, com isso, reduzir a procura. Nas palavras de Christine Lagarde, a ideia passa por “produzir um aperto suficiente” na economia. Na prática, os bancos centrais parecem empenhados em fechar a janela de oportunidade aberta no início da pandemia: a articulação entre a política monetária e a política orçamental em torno de objetivos socialmente úteis, como a manutenção do emprego e dos rendimentos e a resposta contracíclica à crise, expôs de forma clara os problemas associados à independência dos bancos centrais, colocando em causa a justificação para o enquadramento institucional construído e mantido nas últimas décadas.

Embora o facto de Portugal estar a crescer acima da média europeia ter sido destacado como sinal da robustez da recuperação económica no país, a verdade é que o crescimento tem sido sobretudo impulsionado pela evolução favorável das exportações de serviços, estando essencialmente relacionada com o dinamismo do setor do turismo. Desta forma, consolida-se o modelo de crescimento assente em serviços de baixo valor acrescentado, baixa incorporação de conhecimento e tecnologia, baixas remunerações e elevada precariedade laboral, reforçando a dependência de setores particularmente voláteis, com pouco potencial produtivo e pouco adequados às qualificações das novas gerações. O aumento dos juros constitui um entrave aos investimentos necessários para promover a transformação estrutural da economia portuguesa.

A subida das taxas de juro não constitui uma resposta adequada ao processo inflacionário e arrisca-se a acentuar as fragilidades estruturais da economia portuguesa. Uma resposta progressista deve focar-se na crise do custo de vida. Nesse sentido, a prioridade deve passar pela promoção (em vez da restrição) de aumentos salariais que permitam proteger o poder de compra dos trabalhadores e por um reforço do poder relativo do fator trabalho, através de medidas de promoção da negociação coletiva e da organização laboral. Esta estratégia deve incluir também outras medidas de combate às desigualdades que a inflação agravou, com destaque para a tributação dos lucros extraordinários das empresas ou a limitação das margens de lucro.

## Anexos



### A decomposição do *Labour share*

86 / 94

A decomposição da proporção dos rendimentos do trabalho no PIB (*labour share* ou *adjusted wage share*) revela-se de grande utilidade para ilustrar os efeitos distributivos do atual episódio inflacionário.

Esta variável pretende avaliar o peso das remunerações do trabalho no PIB. Importa recordar que o PIB, quando apresentado pela ótica do rendimento, corresponde à distribuição do rendimento produzido numa economia num dado intervalo de tempo entre diferentes classes de rendimento (salários, lucros, juros e rendas). Devido a limitações de dados nas contas nacionais, o *labour share* tem de ser aproximado a partir do *wage share*. O *wage share* é apenas o rácio entre os rendimentos do trabalho assalariado (excluindo outras formas de trabalho, como os trabalhadores independentes) e o PIB. Assim, temos que:

$$WS = \frac{W}{Y}$$

onde *WS* representa o *wage share*, *W* os salários e *Y* o PIB.

Para ilustrar o conflito distributivo, é útil apresentar o *wage share* como o rácio entre o salário médio real e a produtividade. Assim, temos que:

$$WS = \frac{W}{Y} = \frac{\frac{W}{pL_T}}{\frac{Y}{pL_T}} = \frac{\text{salário médio real}}{\text{Produtividade média do trabalho}}$$

Onde  $p$  representa o índice de preços e  $L_T$  representa o emprego total. Tomando logaritmos e calculando taxas de crescimento, obtém-se:

$$g(WS) = g\left(\frac{W}{pL_T}\right) - g\left(\frac{Y}{pL_T}\right) \\ = g(\text{salário médio real}) - g(\text{produtividade média do trabalho})$$

Onde  $g(\cdot)$  representa a taxa de crescimento logarítmica de uma variável.

Esta expressão permite-nos chegar a um resultado intuitivo e de grande utilidade para a compreensão do conflito distributivo. Se o salário médio crescer em linha com a produtividade, o *wage share* mantém-se constante. Pelo contrário se o salário médio crescer mais/diminuir menos do que a produtividade o *wage share* expande-se/contrai-se e vice-versa.

No entanto, para a decomposição ser mais rigorosa, é necessário proceder a algumas reespecificações da expressão acima. Por um lado, as contas nacionais não reportam dados desagregados para o rendimento dos trabalhadores independentes. O PIB na ótica do rendimento contém apenas duas classes de rendimento: as remunerações assalariadas e uma segunda categoria (na verdade, um resíduo) designada excedente bruto de exploração e rendimento misto. Isto é,

$$Y = W + (EBE + RM)$$

Onde  $EBE + RM$  representa a categoria excedente bruto de exploração e rendimento misto.

Esta última engloba várias categorias de rendimentos de capital (como lucros, juros e rendas) mas também o rendimento misto, isto é, rendimento que não é claramente de capital ou trabalho, que em grande medida se refere aos trabalhadores independentes. Daqui se pode depreender dois problemas na expressão acima: por um lado, quando se classifica o termo  $\left(\frac{W}{pL}\right)$  de salário médio esta não é uma classificação totalmente exata. Como  $W$  se refere apenas a remunerações salariais e  $L$  ao total de emprego (incluindo trabalhadores assalariados e independentes), é possível que o seu valor varie apenas em função da flutuação da proporção relativa entre emprego total e emprego assalariado na economia. Na mesma linha, e associado com este,

uma aproximação ao valor do trabalho no PIB impõe que se proceda a uma estimativa da parcela de rendimento de trabalho que se encontra contido na categoria ( $EBE + RM$ ).

Seguindo o ajustamento proposto por instituições como a OCDE e a Comissão Europeia, temos que:

$$LS = WS * \frac{L_T}{L_A}$$

Onde LS representa o *labour share/adjusted wage share* e  $L_A$  o número de trabalhadores assalariados. Este ajustamento parte da premissa implícita de que os trabalhadores não assalariados têm uma remuneração média igual à dos trabalhadores assalariados. Embora esta premissa possa ser objeto de crítica, é, o entanto, tida como a melhor aproximação existente. Assim, temos que:

$$LS = WS * \frac{L_T}{L_A} = \frac{W}{pL_T} * \frac{L_T}{L_A} = \frac{W}{pL_A}$$

88 / 94

Da expressão acima pode concluir-se que o *labour share* corresponde ao rácio entre salário médio dos trabalhadores assalariados e a produtividade média do trabalho.

Finalmente, é preciso voltar a análise para os índices de preços. Para que a decomposição acima seja válida, os índices de preços para deflacionar o salário médio real e a produtividade média do trabalho teriam de ser iguais. No entanto, impor essa igualdade conduz a uma análise pouco precisa. A forma mais correta de deflacionar os salários é por meio do índice que representa a evolução do cabaz representativo de consumo (o IPC – Índice de Preços do consumidor) enquanto a produtividade média do trabalho deve ser deflacionada pelo deflator do PIB. Introduzir esta heterogeneidade no índice de preços é particularmente importante quando os dois índices têm evoluções com diferenças significativas, como no caso do atual episódio inflacionário. É possível incluir essa heterogeneidade nos índices de preços, desde que seja devidamente acomodada aritmeticamente na expressão. Assim, temos que:

$$LS = \frac{\frac{W}{p_{IPC}L_A}}{\frac{Y}{p_Y L_T}} * \frac{p_{IPC}}{p_Y}$$

Onde  $p_{IPC}$  representa o Índice de Preços do Consumidor e  $p_Y$  representa o deflator do PIB.

Após logaritmizar a expressão, a taxa de crescimento é dada por:

$$g(LS) = g\left(\frac{W}{p_{IPC}L_A}\right) - g\left(\frac{Y}{p_Y L_T}\right) + g\left(\frac{p_{IPC}}{p_Y}\right)$$

Assim, conclui-se que a taxa de crescimento do *labour share* pode ser decomposta em três componentes e corresponde à taxa de crescimento do salário médio dos trabalhadores assalariados menos a taxa de crescimento da produtividade média do trabalho mais a taxa de crescimento do rácio dos índices de preços.

Logo,

$$g(LS) = g(\text{salário médio real}) - g(\text{produtividade média do trabalho}) + g(\text{rácio entre os índices de preços})$$

89 / 94

## Referências

Abreu, A. (2023). Portugal's Inequality Regime: Many Contradictions, Multiple Pressures. *Revista Crítica de Ciências Sociais*, (130), 127-156.

Aidar, G. (2012). The New Keynesian Phillips curve: a critical assessment. In *DISTRIBUTION and Aggregate Demand, First Young Researchers. Workshop of Theoretical and Applied Studies in Classical Political Economy. Roma: Tre University.*

Bruno, M. e Easterly, W. (1996). Inflation and growth: in search of a stable relationship. *Review Federal Reserve Bank of Saint Louis*, 78, 139-146.

Centeno (2021). Centeno avisa que subida continuada do salário mínimo pode pressionar os preços. *Jornal De Negócios*. <https://www.jornaldenegocios.pt/economia/conjuntura/detalhe/centeno-avisa-que-subida-continuada-do-salario-minimo-pode-pressionar-os-precos>.

Clarida, R., J. Gali and M. Gertler, 1999, The science of monetary policy: a New Keynesian perspective, *Journal of Economic Literature*, 37 (4), 1661-707.

Cocola-Gant, A., & Gago, A. (2021). Airbnb, buy-to-let investment and tourism-driven displacement: A case study in Lisbon. *Environment and Planning A: Economy and Space*, 53(7), 1671-1688.

Costa, A. (2022). Costa diz que mexer nos salários iria criar uma “espiral inflacionista.” *SIC Notícias*. <https://sicnoticias.pt/economia/2022-04-09-costa-diz-que-mexer-nos-salarios-iria-criar-uma-espiral-inflacionista>.

De Grauwe, P. and M. Polan (2005), Is Inflation Always and Everywhere a Monetary Phenomenon, *Scandinavian Journal of Economics*, 107(2), 239-259.

DECO (2023). Inflação: situação económica agravou-se para 60% dos portugueses. 27.01.2023.

Drago, A. (2021). Turismo e pandemia: fragilidades da internacionalização sitiada da economia portuguesa. *Cadernos do Observatório*, 16.

90 / 94

Durand, C. (2022). The end of financial hegemony?. *The New Left Review*. 14.07.2023

ECB (2021). Keynote speech by Christine Lagarde, President of the ECB, at the 31st Frankfurt European Banking Congress 2021 “From Recovery to Strength”. 19.11.2021

ECB (2022a). Monetary policy decisions. *Press Release*. 14.04.2022

ECB (2022b). Speech by Christine Lagarde, President of the ECB, at the international conference to mark the 30th anniversary of Banka Slovenije. 11.05.2022

ECB (2022c). Monetary policy decisions. *Press Release*. 09.06.2022

ECB (2022d). Karl Otto Pöhl Lecture by Christine Lagarde, President of the ECB, organised by Frankfurter Gesellschaft für Handel, Industrie und Wissenschaft. 20.09.2022

Epstein, G. (2015). Achieving Coherence Between Macroeconomic and Development Objectives. In Contemporary Issues in *Macroeconomics*:

*Lessons from The Crisis and Beyond (pp. 148-159)*. London: Palgrave Macmillan UK.

Febrero, E., e Uxó, J. (2023). Debt Cancellation to Avert Fiscal Austerity: Helpful Beyond Controversy?. *Review of Political Economy*, 1-22.

Fields, D. (2022). Monetary Austerity as Social Conflict. *Monetary Policy Institute Blog*. 30.06.2022

Fuhrer, J. C. (1997). The (un) importance of forward-looking behavior in price specifications. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 338-350.

Gabor, D. (2021). The wall street consensus. *Development and change*, 52(3), 429-459.

Ghosh, J. (2022) Curbing Commodity-Market speculation, *Project Syndicate*, 10.08.2022

Gordon, R. J. (2011). The history of the Phillips curve: Consensus and bifurcation. *Economica*, 78(309), 10-50.

Heimberger, P. e Steininger, L. (2022). ECB interest rate hikes will damage climate protection policies. LSE EUROPP blog. 91 / 94

INE (2023). Contas Trimestrais Nacionais: Produto Interno Bruto em volume aumentou 3,2% em termos homólogos e 0,3% em cadeia. No conjunto do ano 2022 aumentou 6,7% - 4.º Trimestre de 2022.

Kaldor, N. (1985). The scourge of monetarism. Oxford; New York: Oxford University Press.

Lagarde, C. (2023) in Lagarde avisa que taxas de juro altas não vão desaparecer tão cedo, *Público*. 27.06.2023

Lavoie, M. (2022). *Post-Keynesian economics: new foundations*. Edward Elgar Publishing.

Layard, R., Nickell, S. e Jackman, R. (1994). *The Unemployment Crisis*. Oxford University Press.

Lestegás, I. (2019). Lisbon after the crisis: from credit-fuelled suburbanization to tourist-driven gentrification. *International journal of urban and regional research*, 43(4), 705-723.

Martins, D., & Mamede, R. P. (2022). Alternative views on Portuguese stagnation: from the euro's inception to the COVID-19 pandemic. *International Journal of Political Economy*, 51(1), 49-64.

Medina, F. (2022). Subir salários seria política “ilusória” devido à inflação, diz Medina. *JN*. <https://www2.jn.pt/nacional/subir-salarios-seria-politica-ilusoria-devido-a-inflacao-diz-medina-14810035.html>.

Medlin, A. e Epstein, G. (2022). Federal Reserve Anti-Inflation Policy: Wealth Protection for the 1%? Political Economy Research Institute Working Paper, prepared for PERI Conference “Global Inflation Today: What is to be Done?” Dezembro de 2022.

Moore, B. J. (1979). The endogenous money stock. *Journal of Post Keynesian Economics*, 2(1), 49-70.

Pollin, R. e Bouazza, H. (2022). Considerations on Inflation, Economic Growth and the 2 Percent Inflation Target. Political Economy Research Institute Working Paper, prepared for PERI Conference “Global Inflation Today: What is to be Done?” Dezembro de 2022.

92 / 94

Pollin, R. e Zhu, A. (2006). Inflation and economic growth: A cross-country nonlinear analysis. *Journal of post Keynesian economics*, 28(4), 593-614.

Reis, J. (2023). Os cinco trabalhos de uma periferia europeia: a economia portuguesa em tempos convulsos. *Revista Crítica de Ciências Sociais*, (130), 101-126.

Rochon, L. P., & Rossi, S. (2006). Inflation targeting, economic performance, and income distribution: a monetary macroeconomics analysis. *Journal of Post Keynesian Economics*, 28(4), 615-638.

Rochon, L. P., & Seccareccia, M. (2023). A primer on monetary policy and its effect on income distribution: a heterodox perspective in *Central Banking, Monetary Policy and Income Distribution*, chapter 1.

Rochon, LP. (2022a). Monetary Policy and the Phillips Curve. *Monetary Policy Institute Blog*. 04.07.2022

Rochon, LP. (2022b). The great audacity of monetary policy. *Monetary Policy Institute*. 22.08.2022

Rodrigues, J., C. Santos, A., & Teles, N. (2016). Semi-peripheral financialisation: the case of Portugal. *Review of International Political Economy*, 23(3), 480-510.

Santos, A. C., Rodrigues, J., & Teles, N. (2018). Semi-peripheral financialisation and social reproduction: the case of Portugal. *New political economy*, 23(4), 475-494.

Santos, A. C., Teles, N., Frade, C., & Ribeiro, R. (2023). A financeirização na área metropolitana de Lisboa: da crise financeira à crise habitacional. *A segunda crise de Lisboa: uma metrópole fragilizada*, 124-158.

Seccareccia, M. (2022) Is the Remedy against Inflation a Monetary Policy of Real Wage Deflation and Has the Bank of Canada Already Abandoned its New Mandate a Mere Six Months after its Adoption?. *Monetary Policy Institute Blog*. 15.07.2022

Singer, H. (2022). How Corporations “Get Away With Murder” to Inflate Prices on Rent, Food, and Electricity. *Institute for New Economic Thinking*.

Stiglitz, J. (2023). Silicon Valley Bank's failure is predictable – what can it teach us? *The Guardian*. 13.03.2023 93 / 94

Storm, S. (2022). Inflation in the Time of Corona and War. *Institute for New Economic Thinking Working Paper Series*, (185).

Taylor, L., & Barbosa-Filho, N. H. (2021). Inflation? It's Import Prices and the Labor Share!. *International Journal of Political Economy*, 50(2), 116-142.

Teles, N., Caldas, J. C., & Martins, D. (2020). Financialisation, labour and structural change: The case of Portuguese internal devaluation. In *Financialisation in the European Periphery* (pp. 127-162). Routledge.

The Economist (2022). Even super-tight policy is not bringing down inflation. 23.10.2022.

Vernengo, M. (2022). The Inflationary Puzzle. *Catalyst: A Journal of Theory & Strategy*, 5(4).

Weber, I. (2021). Could strategic price controls help fight inflation? *The Guardian*. 29.12.2021.

Weber, I. e Wasner, E. (2023). Sellers' inflation, profits and conflict: why can large firms hike prices in an emergency?. *Review of Keynesian Economics*, 11(2), 183-213.

Weber, I., Jauregui, J., Teixeira, L., e Nassif Pires, L. (2022). Inflation in times of overlapping emergencies: systemically significant prices from an input-output perspective. UMass Amherst Economics Department Working Paper Series 340.

Wigglesworth, R. (2022). Systemic inflation drivers (and what to do about them). *Financial Times*. 08.12.2022

Wolf, M. (2022). As inflation rises, the monetarist dog is having its day. *Financial Times*. 22.02.2022.