

**Relatório UTAO n.º 4/2023**

## Inflação: um estudo pedagógico sobre os dilemas que a política económica enfrenta

Coleção: Publicações não periódicas

29 de março de 2023

### **Ficha técnica**

---

A análise efetuada é da exclusiva responsabilidade da Unidade Técnica de Apoio Orçamental (UTAO) da Assembleia da República. Nos termos da [Lei n.º 13/2010, de 19 de julho](#), a UTAO é uma unidade especializada que funciona sob orientação da comissão parlamentar permanente com competência em matéria orçamental e financeira, prestando-lhe assessoria técnica especializada através da elaboração de estudos e documentos de trabalho técnico sobre gestão orçamental e financeira pública.

Este estudo, orientado e revisto por Rui Nuno Baleiras, foi elaborado por António Antunes, Jorge Faria Silva e Rui Nuno Baleiras.

**Título:** Inflação: um estudo pedagógico sobre os dilemas que a política económica enfrenta

**Coleção:** Publicações não periódicas

**Relatório UTAO N.º 4/2023**

**Data de publicação:** 29 de março de 2023

**Data-limite para incorporação de informação:** 28 de março de 2023

**Disponível em:** [https://www.parlamento.pt/OrcamentoEstado/Paginas/UTAO\\_Unidade-TecnicadeApoioOrcamental.aspx](https://www.parlamento.pt/OrcamentoEstado/Paginas/UTAO_Unidade-TecnicadeApoioOrcamental.aspx)

---

## Índice Geral

Índice Geral.....	i
Índice de Tabelas .....	ii
Índice de Gráficos .....	ii
Índice de Caixas.....	iii
Índice de Figuras.....	iii
Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos .....	iii
<b>1 Introdução .....</b>	<b>1</b>
<b>2 O que é a inflação?.....</b>	<b>5</b>
2.1 Resumo .....	5
2.2 A quantificação de preços agregados .....	6
2.2.1 Índices de preços: a solução para medir preços agregados a partir de preços de bens individuais .....	6
2.2.2 Deflatores de preços e os índices de preços mais comuns.....	9
2.2.3 Taxas de inflação.....	10
2.3 Os casos particulares do deflator do PIB, do IPC e do IHPC .....	10
<b>3 Evolução da taxa de inflação: perspetiva internacional e dinâmica.....</b>	<b>15</b>
3.1 Portugal entre 2019 e fevereiro de 2023.....	15
3.1.1 Inflação segundo o deflator do produto .....	15
3.1.2 Inflação segundo o IPC.....	15
3.1.3 Inflação segundo o IHPC .....	16
3.2 Inflação nos países da Área do Euro entre 2019 e 2022 (segundo o IHPC) .....	18
3.2.1 Evolução mensal do índice agregado.....	18
3.2.2 Taxas de inflação por categorias de bens e serviços no conjunto da Área do Euro.....	18
3.3 Taxa de inflação num número alargado de países: 1980 a 2022.....	19
<b>4 Razões para rezeir a inflação .....</b>	<b>21</b>
4.1 Receios das famílias, das empresas e da generalidade da economia .....	21
4.2 Receios dos decisores públicos .....	25
<b>5 Causas da inflação experienciada nas economias desenvolvidas desde meados de 2021 .....</b>	<b>27</b>
5.1 Choques expansionistas na procura agregada.....	27
5.2 Choques contraccionistas na oferta agregada .....	29
<b>6 Como se cura a inflação? Mecanismos de transmissão e limitações dos instrumentos de política .....</b>	<b>33</b>
6.1 Tratamento natural .....	33
6.2 Respostas políticas às causas concretas do fenómeno inflacionista em 2022 .....	35
6.3 Política monetária.....	39
6.3.1 Objetivo, instrumentos e impacto na economia real.....	40
6.3.2 As causas do processo inflacionário atual e a angústia dos decisores monetários .....	42
6.3.3 Apreciação do dólar e choques adicionais de inflação no Resto do Mundo.....	44
6.3.4 Turbulência financeira e regra de Tinbergen: uma interpretação para o conflito entre os objetivos de estabilidade de preços e estabilidade do sistema financeiro .....	46
<b>7 Análise de opções da política orçamental para contrariar os malefícios da inflação.....</b>	<b>49</b>
7.1 Ação direta sobre causas da inflação .....	49
7.2 Coordenação com a política monetária .....	52
7.3 Foco na proteção do poder de compra das famílias mais vulneráveis.....	53
7.4 Subsídios aos preços versus subsídios diretos ao rendimento e o impacto no bem-estar das famílias.....	55
7.5 Outras formas de intervenção nos mercados de bens e serviços.....	58
7.5.1 Tributação do lucro excessivo.....	58
7.5.2 Fixação de um preço máximo.....	59
7.6 Salários da função pública e teletrabalho .....	62
<b>8 A política monetária do Banco Central Europeu no período inflacionista: desenvolvimentos factuais e indicadores de acompanhamento macroeconómico .....</b>	<b>67</b>
8.1 Enquadramento e mecanismo de transmissão da política monetária .....	67
8.2 As decisões de política monetária desde julho de 2022: taxas diretoras, programas de compras de ativos e o novo mecanismo anti-fragmentação.....	69
8.3 O novo mecanismo anti-fragmentação da transmissão da política monetária do BCE: Instrumento de Proteção da Transmissão .....	73
8.4 Alterações na política de comunicação institucional do BCE .....	74
8.5 O estado dos mercados antes e depois das decisões de política monetária .....	76
8.5.1 Dívida pública .....	76
8.5.2 Inflação nos mercados de bens e serviços .....	78
8.5.3 Mercados financeiros (Ações/Obrigações/Índices bolsistas) .....	81
8.5.4 Mercado de trabalho .....	84
8.5.5 Produto interno bruto e indicadores avançados de alta frequência .....	86
<b>9 Conclusões .....</b>	<b>91</b>
9.1 Inflação: conceitos e evidência empírica .....	91
9.2 Receios.....	92
9.3 Causas .....	93

9.4	Soluções.....	94
9.5	Papel da política monetária.....	95
9.6	Ilacões possíveis no final de março de 2023 sobre os episódios de instabilidade bancária deste mês 97	
9.7	Medidas de política orçamental: princípios gerais a ter em conta no desenho e na avaliação .....	98
9.8	Impactos na inflação e noutras variáveis económicas das medidas de política orçamental .....	101
9.8.1	<i>Subsídios diretos versus subsídios indiretos</i> .....	102
9.8.2	<i>Preçários de serviços coletivos</i> .....	103
9.8.3	<i>Tributação de lucros excessivos</i> .....	104
9.8.4	<i>Fixação de preços máximos</i> .....	105
9.8.5	<i>Remuneração do trabalho e teletrabalho na função pública</i> .....	106
9.9	Observação final .....	108
<b>Anexo A: Comparação ilustrativa de perdas de poder de compra causadas por inflação ou por recessão</b>		<b>111</b>
<b>Anexo B: Choques macroeconómicos subjacentes à inflação e resposta da política monetária</b> .....		<b>115</b>
B.1	Causas da inflação: os choques macroeconómicos .....	115
B.2	Respostas da política monetária e a grande dúvida .....	117
B.3	A apreciação do dólar e mais choques inflacionistas .....	119
<b>Anexo C: Prova dos efeitos de um subsídio indireto e da superioridade de um subsídio direto ao rendimento relativamente a um subsídio indireto no mesmo montante</b> .....		<b>121</b>
C.1	Análise de bem-estar de um subsídio indireto (primeiro argumento) .....	121
C.1.1	<i>Efeitos com elasticidades finitas e não nulas</i> .....	121
C.1.2	<i>Efeitos com elasticidades infinita e nula</i> .....	125
C.2	Impacto de um subsídio indireto no bem-estar da família representativa.....	127
C.3	Demonstração do segundo argumento: um subsídio direto ao rendimento deixa a família beneficiária pelo menos tão bem quanto um subsídio indireto de igual montante.....	128
C.4	Demonstração do terceiro argumento: a despesa com o subsídio direto para repor o nível inicial de satisfação familiar é menor do que o montante do subsídio indireto para fazer a mesma reposição.....	129
<b>Anexo D: Demonstração dos efeitos da tributação de lucros excessivos e da fixação de preços máximos..</b>		<b>131</b>
D.1	Tributação do lucro excessivo de uma empresa monopolista .....	131
D.2	Fixação de preço máximo.....	132
D.2.1	<i>Mercado concorrencial</i> .....	133
D.2.2	<i>Mercado monopolista</i> .....	134
<b>Anexo E: Evolução das taxas diretoras praticadas por BCE e FED</b> .....		<b>139</b>

## Índice de Tabelas

Tabela 1 – Categorias de medidas de política económica para enfrentar causas e efeitos da inflação .....	2
Tabela 2 – Exemplo para cálculo de índices agregados de preços .....	6
Tabela 3 – Taxa de inflação na Área do Euro e em Portugal, 2000–2021 .....	113

## Índice de Gráficos

Gráfico 1 – Deflator do PIB em Portugal: 2019–2022 .....	15
Gráfico 2 – Taxa de inflação em Portugal aferida pelo IPC desde 2019 .....	16
Gráfico 3 – Taxa de inflação em Portugal aferida pelo IHPC desde 2019.....	17
Gráfico 4 – As classes no IHPC português com maior inflação em meses recentes.....	17
Gráfico 5 – Taxa de inflação (segundo o IHPC) na Área do Euro desde 2019 .....	18
Gráfico 6 – Taxa de inflação na Área do Euro, principais agregados .....	19
Gráfico 7 – Taxa de inflação (IPC) numa seleção de economias desenvolvidas e China: 1980–2022.....	19
Gráfico 8 – Taxa de inflação nas economias avançadas.....	20
Gráfico 9 – Evolução da taxa de poupança dos particulares em Portugal: 1999–2021 .....	28
Gráfico 10 – Índice do dólar norte-americano (DXY) nos últimos cinco anos.....	44
Gráfico 11 – Taxa de câmbio do dólar norte-americano em euros, 03/10/2021 a 03/01/2023 .....	45
Gráfico 12 – Evolução das taxas diretoras do BCE: 2008 – 2023 .....	76
Gráfico 13 – Taxas de rendibilidade ( <i>yield</i> ) para títulos com maturidade a 10 anos .....	77
Gráfico 14 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos .....	78
Gráfico 15 – Evolução da taxa de inflação (taxa de variação homóloga) para a Área do Euro: dezembro de 2020 a dezembro de 2022 .....	79
Gráfico 16 – Evolução da taxa de inflação (média móvel a 12 meses) para a Área do Euro: dezembro de 2020 a dezembro de 2022 .....	80
Gráfico 17 – Evolução da taxa de inflação (média móvel a 12 meses) para a Área do Euro e Portugal: janeiro de 2019 a janeiro de 2023.....	81

Gráfico 18 – Evolução das taxas Euribor a 1, 3, 6 e 12 meses: janeiro de 2019 a fevereiro de 2023 .....	82
Gráfico 19 – Evolução do índice <i>STOXX Europe 600</i> : setembro de 2021 a janeiro de 2023.....	83
Gráfico 20 – Desemprego na Área do Euro e em Portugal: janeiro de 2019 a janeiro de 2023 .....	84
Gráfico 21 – Decomposição do fluxo anual do emprego entre população ativa e desemprego .....	85
Gráfico 22 – Fluxos entre emprego, desemprego e inatividade .....	85
Gráfico 23 – Evolução do PIB na Área do Euro e em Portugal: 1.º trimestre de 2018 a 4.º trimestre de 2022 .....	87
Gráfico 24 – Indicador coincidente para a atividade económica em Portugal .....	88
Gráfico 25 – Indicador diário de atividade económica em Portugal .....	88
Gráfico 26 – Peso das Administrações Públicas no PIB.....	99
Gráfico 27 – Salário líquido no ano de 2021, UE e alguns países terceiros .....	111
Gráfico 28 – Taxas de crescimento do PIB real na área do Euro e em Portugal, 2000–2021 .....	112
Gráfico 29 – Evolução do salário líquido em Portugal e na Área do Euro, 2000–2021 .....	113
Gráfico 30 – Evolução das taxas diretoras: BCE (Facilidade permanente de depósito) versus FED (DFEDTARL).....	139
Gráfico 31 – Evolução das taxas diretoras: BCE (Facilidade permanente de cedência marginal de liquidez) versus FED (DFEDTARU).....	140

## Índice de Caixas

Caixa 1 – O mecanismo de transmissão da política monetária baseada em taxas de juro oficiais: de que forma as decisões de política monetária afetam os preços? .....	68
Caixa 2 – Evolução das taxas diretoras do BCE, desde 1 de janeiro de 2008.....	75
Caixa 3 – Efeitos do preço máximo no bem-estar: análise de excedentes das partes envolvidas .....	135

## Índice de Figuras

Figura 1 – Relógio de pêndulo .....	34
Figura 2 – Distribuição mundial da produção de petróleo e derivados, 2021 .....	39
Figura 3 – Contributos da oferta e da procura para a taxa mensal anualizada da inflação nos EUA, janeiro de 2018 a janeiro de 2023.....	43
Figura 4 – Subsídio direto com redução progressiva no rendimento disponível elegível .....	55
Figura 5 – Mecanismo de transmissão da política monetária .....	69
Figura 6 – Choques macroeconómicos por detrás da inflação: 2021 e anos seguintes.....	116
Figura 7 – Variação no bem-estar das partes provocada por um subsídio indireto .....	123
Figura 8 – Procura perfeitamente elástica e respostas ao subsídio indireto .....	126
Figura 9 – Procura perfeitamente rígida e efeitos do subsídio indireto .....	127
Figura 10 – Superioridade de um subsídio ao rendimento versus um subsídio à quantidade .....	128
Figura 11 – Equilíbrio no mercado monopolista .....	132
Figura 12 – Efeitos de um preço máximo em mercado concorrencial .....	133
Figura 13 – Equilíbrio monopolista com e sem preço máximo .....	135

## Tabela de siglas, abreviaturas e acrónimos

Sigla/abreviatura/acrónimo	Designação
$\Delta$	Varição (da variável que surgir imediatamente a seguir a esta letra grega)
\$	Dólar norte-americano
€	Euro
AP	Administrações Públicas
APP	<i>Asset Purchase Programme</i>   Programa de Compra de Ativos
AR	Assembleia da República
BCE	Banco Central Europeu
BdP	Banco de Portugal
BES	Bem-estar social
CE	Comissão Europeia
Cf.	Conforme
Cmg	Custo marginal
COVID-19	Doença provocada pelo coronavírus descoberto em 2019 (SARS-CoV-2)
EC	Excedente dos consumidores

EM	Estado(s) Membro(s)
EP	Excedente dos produtores
EUA	Estados Unidos da América
FED	<i>Federal Reserve System</i> (banco central dos EUA)
FMI	Fundo Monetário Internacional
GEE	Gases com Efeito de Estufa
<i>i.e.</i>	<i>id est</i> — expressão latina que significa "isto é" na língua portuguesa
<i>Ibid.</i>	<i>Ibidem</i> — locução latina que significa "na mesma obra" na língua portuguesa
<i>Idem</i>	Locução latina que significa "na mesma obra" na língua portuguesa
IGCP	Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública - IGCP, E.P.E. (ex-Instituto de Gestão do Crédito Público)
IHPC	Índice Harmonizado de Preços no Consumidor
IMT	Imposto Municipal sobre Transmissão Onerosa de Imóveis
INE	Instituto Nacional de Estatística
IPC	Índice de Preços no Consumidor
IPT	Instrumento de Proteção da Transmissão
IRA	<i>Inflation Reduction Act</i>
IRC	Imposto sobre o Rendimentos das Pessoas Coletivas
IRS	Imposto sobre o Rendimento das Pessoas Singulares
ISP	Imposto sobre Produtos Petrolíferos
IVA	Imposto sobre Valor Acrescentado
M	Milhão(ões)
mM	Mil milhões
mM	Mil milhões
MWh	Megawatt por hora
OCDE	Organização para a Cooperação e o Desenvolvimento Económicos
ORPAD/TLTRO	Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado Direcionadas <i>Targeted Longer-Term Refinancing Operations</i>
p.	Página
p.b.	Pontos base
p.p.	Ponto(s) percentual(is)
página-e	Página eletrónica
par.	Parágrafo
PEPP	<i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i> Programa de Compras de Emergência Pandémica
PIB <sub>pm</sub>	Produto Interno Bruto a preços de mercado
pp.	Páginas
PRR	Plano(s) de Recuperação e Resiliência
Rmg	Receita marginal
RU	Reino Unido
SO	Saldo orçamental
TFUE	Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia
Tvh	Taxa de Variação Homóloga
UE	União Europeia
USD	Dólar norte-americano
UTAO	Unidade Técnica de Apoio Orçamental
vs	<i>versus</i>

## 1 Introdução

---

**1. O Mundo vive um processo inflacionário singular desde, pelo menos, meados de 2021.** É possível alinhar sete razões explicativas desta singularidade. A primeira é ser o primeiro processo com simultaneidade global desde meados dos anos 90 do século passado. A segunda consiste na ação conjunta de muitas causas, combinando perturbações relativamente transitórias com choques estruturais que vêm crescendo desde antes da pandemia. A terceira justificação é a predominância de múltiplos choques do lado da oferta na explicação da subida generalizada dos preços, conferindo à política monetária um desafio mais difícil de superar. A quarta razão é o facto de este processo se seguir a uma recessão económica global causada por um evento também global, a pandemia de COVID-19, uma coincidência que deixa muitas pessoas preocupadas, se não mesmo angustiadas, com as perspetivas materiais de vida no presente e nos próximos anos. O quinto elemento de singularidade é o facto de o processo apanhar a dívida pública de muitos países, desenvolvidos e em desenvolvimento, em níveis historicamente elevados e, portanto, com espaço orçamental diminuído para tomar medidas de mitigação da perda de poder de compra. Uma sexta razão é o nível de integração económica internacional, tanto real como financeira: é agora muito maior do que era nos anos 80, obrigando a pensar as políticas económicas nacionais de uma maneira bastante diferente da que dominou a práxis das crises inflacionistas do século XX. Para 20 dos atuais 27 Estados-Membros da União Europeia, como Portugal, há ainda a novidade de este ser o primeiro processo de inflação enfrentado em contexto de moeda comum, o euro.

**2. Este é um estudo aprofundado sobre os dilemas que a inflação vivida no mundo desde, pelo menos, meados de 2021 coloca à política económica em geral.** Infelizmente para os cidadãos e os decisores públicos, não há um tratamento rápido nem indolor para extinguir a inflação (*i.e.*, acabar com as causas da subida contínua e generalizada de preços). Todas as medidas de política económica dirigidas às causas ou à mitigação dos efeitos nocivos da inflação, nomeadamente sobre a perda de poder de compra, têm vantagens e inconvenientes. A sociedade, seja ao nível da cada pessoa, seja via órgãos da democracia representativa, tem de saber identificar, o melhor possível, os custos de oportunidade associados a cada projeto de medida e estar preparada para corrigir ou anular o desenho de medidas que se revelem pouco eficazes ou até indesejáveis. O relatório mostra com clareza que há vários casos em que não só os objetivos anunciados são inatingíveis como o recorte das medidas incentiva resultados indesejáveis pelos próprios legisladores. Desde logo, é preciso distinguir entre que políticas económicas e seus instrumentos podem ser mobilizados para atacar as causas da inflação e que políticas económicas e seus instrumentos podem ser convocados para mitigar as perdas de bem-estar provocadas pela inflação. A seguir, convém colocar no terreno respostas políticas compatíveis entre aqueles objetivos. Não faz sentido ter, por exemplo, a política orçamental a desfazer o que a política monetária tiver que fazer. É preciso ter consciência das limitações da política monetária para combater as causas desta inflação, por causa da multiplicidade de choques que a explicam e a predominância do lado da oferta nessa explicação. Importa também perceber que o relaxamento da supervisão do sistema financeiro enfraquece a eficácia da política monetária para combater as causas da inflação, mas não a substitui, antes prolonga e adensa o problema para toda a economia. O trabalho que se oferece ao longo deste ficheiro começou em junho de 2022 e só agora foi possível concluí-lo por causa da concorrência do recurso tempo na realização simultânea de várias publicações periódicas da UTAO pelos mesmos autores. Apesar de se chamar Relatório UTAO, este documento tem a profundidade e a extensão próprias de um livro de análise económica aplicada.

**3. O trabalho possui um conteúdo deliberadamente pedagógico.** A iniciativa para a sua elaboração é da própria Unidade Técnica de Apoio Orçamental (UTAO). A equipa que a compõe sentiu, em meados de 2022, que havia um vazio na opinião pública sobre o conhecimento do processo inflacionário em desenvolvimento e um excesso de otimismo relativamente ao que as políticas públicas poderiam fazer para o reduzir e exterminar. A juventude nascida neste século nunca viveu sob inflação e quiçá a maioria dos indivíduos que compõe as gerações mais experientes já se esqueceu do que é viver com

taxas de inflação a dois dígitos durante vários anos. A UTAO, enquanto instituição orçamental independente, tem o dever de contribuir para a literacia económica e sobre finanças públicas dos cidadãos em geral, e dos políticos em particular. Esta é a motivação fundamental que presidiu à estruturação do presente documento e ao modo como está escrito. É um texto com finalidade didática, repleto de explicações sobre conceitos estatísticos e económicos. Recorre a: i) evidência empírica para sensibilizar os leitores para a relevância das matérias abordadas e a dimensão quantitativa dos fenómenos analisados (fenómenos que vão muito além das séries de inflação); ii) a textos na comunicação social, sobretudo internacional, para documentar soluções ensaiadas na prática nos últimos meses em diversas geografias; iii) a teoria microeconómica para identificar os efeitos expectáveis de vários tipos de medidas de política orçamental; iv) a teoria macroeconómica para explicar o mecanismo de transmissão aos preços e ao produto real de perturbações em preços e dotações de fatores produtivos, na propensão marginal a poupar das famílias e das empresas e, claro, das decisões dos bancos centrais sobre taxas diretoras, operações com títulos financeiros e política de comunicação. Os nove capítulos que compõem o corpo principal do documento estão escritos numa linguagem rigorosa, mas acessível a muitas pessoas com gosto por temas económicos e sem educação formal em Economia. O uso de teoria económica nestes capítulos assenta em argumentos intuitivos. A demonstração dos resultados que exige maior nível de formalização está relegada para os Anexos B a D, que deduzem com instrumentos gráficos e algébricos as explicações apresentadas em termos intuitivos nalguns capítulos.

**4. O público-alvo é diferenciado.** De entre os cidadãos em geral, crê-se que poderão beneficiar deste livro i) jornalistas que acompanham temas económicos, ii) estudantes e professores do ensino superior na leção de matérias sobre desenho de políticas públicas (mormente as que têm implicações financeiras), iii) decisores políticos e técnicos, iv) comentadores de economia e política no espaço público e v) qualquer pessoa com interesse em economia e no papel do Estado para ajudar a melhorar a qualidade de vida de cada um e da sociedade em geral.

**5. A análise neste livro abrange porventura todas as categorias de medidas de política económica que foram já adotadas ou apenas propostas em inúmeros países desenvolvidos.** Propositadamente, a UTAO evitou analisar medidas individuais em concreto, sobretudo as aplicadas em ou pensadas para Portugal. Teve esta preocupação para não ser confundida com uma comentadora ao serviço desta ou daquela posição partidária. Por isso, preferiu centrar a sua análise sobre categorias de medidas e deixar a cada leitor as ferramentas necessárias para, por si, concluir sobre os impactos previsíveis de cada medida em concreto. Esta abordagem é possível porque o texto explica como aplicar a caixa de ferramentas da Economia a categorias de medidas. De uma maneira geral, as medidas concretas que têm sido adotadas ou pensadas em inúmeros países desenvolvidos podem ser agrupadas numa ou em várias das seguintes categorias abstratas de instrumentos:

**Tabela 1 – Categorias de medidas de política económica para enfrentar causas e efeitos da inflação**

<b>Política económica</b>	<b>Utilização de instrumentos</b>
Política monetária	Subida de taxas diretoras
	Venda de ativos dos bancos centrais
	Comunicação institucional
Políticas com expressão nas contas públicas	Atribuição de subsídios indiretos ou redução de impostos indiretos
	Atribuição de subsídios diretos ou redução de impostos diretos
	Intervenções em preços de serviços de utilização coletiva
	Agravamento da tributação existente ou criação de novos impostos sobre o lucro em sectores específicos
	Fixação de preços máximos para bens e serviços específicos
	Remuneração dos trabalhadores do sector público e teletrabalho

**6. O que é que o estudo tenta explicar?** A resposta a esta pergunta equivale a resumir a estrutura do documento. Recorrendo aos recursos i) a iv) enunciados no par. 3, este trabalho procura esclarecer:

- as medidas de inflação que existem e como são construídas;
- a evolução de taxas de inflação em várias épocas e geografias;
- os malefícios da inflação elevada no funcionamento da economia;
- os motivos dos agentes económicos e dos decisores públicos para rezear a inflação;
- as origens do surto inflacionista nascido em 2021;
- os meios disponíveis para combater as causas e os malefícios da inflação;
- o papel e as limitações da resposta autoimunitária da economia;

- as limitações das medidas de política pública (diplomática, monetária, orçamental);
- a cronologia das decisões de política monetária na Área do Euro e nos Estados Unidos da América;
- a associação estatística entre decisões dos bancos centrais e indicadores de conjuntura económica internacional;
- as falhas institucionais que estão a causar conflito nalgumas jurisdições monetárias entre o objetivo de estabilização de preços e o objetivo de estabilização do sistema financeiro;
- os efeitos das categorias de medidas da Tabela 1 na economia.

**7. Estudar os efeitos das medidas na economia é importante porque nem sempre o que parece óbvio é verdade.** O último travessão do parágrafo anterior é o tema que mais espaço ocupa neste livro. Duas razões determinaram esta escolha editorial. A primeira e fundamental é a busca de racionalidade. A tomada de medidas tem de ser justificada por quem as decide e normalmente é isso que acontece. O legislador enuncia uma ou mais finalidades. Infelizmente, fica demasiadas vezes pela enunciação do custo orçamental da medida, mas não menos importante é conhecer as metas extra-financeiras das medidas. Ora o que este trabalho explora em profundidade é o nexo de causalidade entre o desenho das medidas e as metas das medidas. Por outras palavras, explica como se pode avaliar qualitativamente a eficácia das medidas. A segunda razão para a preponderância da análise económica de efeitos é o facto de nem sempre em economia o que parecer óbvio é efetivamente verdade. Dito de outro modo, acontece com alguma frequência haver medidas cujo impacto nos incentivos dos agentes económicos determina resultados contrários aos esperados pelo legislador, às vezes mesmo resultados indesejáveis. Por exemplo, mostra-se no Capítulo 7 que a atribuição de um subsídio indireto ou a redução na taxa de um imposto sobre o consumo provoca um benefício para os produtores, que poderá ser bem maior do que aquele que passa para as famílias. Outro exemplo é a incapacidade de um imposto sobre o lucro anunciado pela Comissão Europeia para fazer baixar os preços de produtos energéticos cumprir esta meta. Também se mostra o risco de a fixação de um preço máximo cumprir o objetivo de limitar a subida de um preço, mas à custa de efeitos porventura perversos, como são o racionamento e a emergência de um mercado paralelo.

**8. Os efeitos económicos das medidas são avaliados em termos de eficácia, eficiência e equidade.** A eficácia é uma medida da capacidade da medida de política para atingir a ou as metas anunciadas pelo legislador. A eficiência mede o impacto da medida de política no tamanho do produto que há para distribuir entre os agentes económicos. Já a equidade mede a distribuição de ganhos e perdas provocados pela medida. A avaliação é qualitativa, ou seja, utiliza a ciência económica para responder a perguntas de análise positiva, do género: como responderá a variável  $x$  à introdução da medida  $y$ ? Está fora do âmbito deste estudo sobre tantas categorias de medida intentar uma avaliação *ex post* quantificada. Por um lado, isso exigiria mais trimestres de observações para abarcar o efeito numérico de medidas concretas. Por outro, teria de ser restringido a um número muito reduzido de medidas para ser compatível com os recursos da UTAO. No caso da política monetária, explica-se como é que a manipulação dos três instrumentos indicados na Tabela 1 irá impactar nas taxas de juro retalhistas e, por via delas, na despesa agregada, na taxa de crescimento do PIB real, na taxa de crescimento do nível geral de preços e na taxa de câmbio. Também se mostra como é que a apreciação de uma moeda estrangeira com dimensão global impacta no equilíbrio do mercado real (variação na quantidade e no preço). Várias políticas sectoriais, com destaque para a fiscal, a social e a industrial, estão a ser mobilizadas para mitigar os efeitos da inflação e têm em comum o facto de terem expressão no orçamento público. Por isso, o relatório agrega-as sob a epígrafe de "política orçamental". Distinguindo os resultados segundo o grau de concentração da oferta sempre que adequado, são mostrados os efeitos das categorias listadas na Tabela 1 sobre as seguintes variáveis:

- preço pago pelos consumidores;
- preço pago pelos produtores;
- preço de equilíbrio;
- quantidade procurada;
- quantidade oferecida;
- quantidade de equilíbrio;
- bem-estar dos consumidores (nuns casos aferido pela mapa de indiferença, noutros pelo excedente dos consumidores);
- bem-estar dos produtores;

- saldo orçamental do sector público;
- bem-estar social.

**9. Os ensinamentos neste estudo são exportáveis para outros contextos, tanto geográficos quanto temáticos.** Nada na caracterização do problema e das medidas de política aqui consideradas restringe a aplicação dos resultados a um determinado país. Com as necessárias adaptações, a análise de efeitos realizada sobre algumas medidas para mitigar os malefícios da inflação é transportável para a análise de medidas que visam responder a outros problemas. Por exemplo, os efeitos da fixação de um teto aos coeficientes de atualização anual das rendas da habitação podem ser intuídos a partir do estudo apresentado na Subsecção 7.5.2 sobre a fixação de um teto ao preço de um bem genérico. Uma outra exportação com interesse prático para os tarifários de vários serviços de utilização coletiva em muitos países (água, eletricidade, Internet, por exemplo) é a demonstração da superioridade de um subsídio direto ao rendimento sobre um subsídio indireto feita na Secção 7.4; quando se quer distribuir rendimento, é melhor fazê-lo com uma transferência bancária do que com um desconto no preço.

## 2 O que é a inflação?

**10. O presente capítulo tem como objetivo explicar o que é a inflação e apresentar os indicadores quantitativos que as autoridades estatísticas nacionais utilizam para a medir.** Um resumo do conceito abre o capítulo na Secção 2.1. Segue-se, na Secção 2.2, a explicação das dificuldades práticas na medição do conceito e a apresentação, tão clara quanto possível, das soluções que as ciências económicas e estatística encontraram para as ultrapassar; baseiam-se na utilização de índices compósitos de preços. A última secção concretiza as soluções nos três índices de preços agregados porventura mais utilizados no espaço público para discutir inflação e o que fazer com ela: deflator do produto, Índice de Preços no Consumidor e Índice Harmonizado de Preços no Consumidor.

### 2.1 Resumo

**11. A inflação corresponde à subida generalizada dos preços dos bens e serviços transacionados em mercados formais.** As várias componentes desta frase carecem de uma breve explicação. Começando pelo fim, a definição só abrange produtos trocados num mercado organizado em termos legais. Bens produzidos para autoconsumo estão excluídos pela simples razão de que, não sendo trocados, não é fácil conhecer o preço que lhes está associado. Mercadorias ilícitas, como drogas e escravos humanos, poderão até ter um preço por serem trocadas em mercados específicos, mas não entram nas contas das autoridades estatísticas responsáveis pela medição da inflação por serem produtos ilegais, o que acarreta a consequência de os seus mercados de troca não poderem ser reconhecidos como formais, *i.e.*, como legítimos à face do Direito. Acresce que a natureza informal dos mercados ilegais dificulta imenso a observação fiável de preços por parte das autoridades estatísticas. O segundo elemento chave da frase que abre o parágrafo e define inflação é o predicado "subida". Remete para a comparação entre o nível dos preços num dado momento e o nível dos preços noutra momento. Na maioria das situações discutidas no espaço público, a inflação é medida em termos de variação entre dois meses consecutivos ou entre dois períodos consecutivos de 12 meses (um ano). Diz-se que há inflação quando o sentido da variação é positivo, ou seja, quando ocorre uma subida nos preços. Aproveita-se para esclarecer que a palavra "deflação" é usada quando aquela variação entre dois momentos é negativa. Finalmente, importa sublinhar a importância do adjetivo "generalizada". A subida no preço de microprocessadores apenas não chega para se poder classificar essa situação como sendo de inflação. Diz-se que determinado território está sob inflação quando um conjunto muito alargado de bens e serviços conhece aumento de preços no período utilizado na medição.

**12. Pode falar-se de inflação em diferentes estádios do circuito de bens e serviços.** A situação mais frequente no debate público é a inflação no consumo. Neste caso, os preços cuja variação interessa medir são os preços dos bens e serviços que estão em condições físicas de poderem ser consumidos pelas famílias. Quer dizer, são produtos que não vão servir de matéria-prima nem de recurso intermédio para produzir outros bens ou serviços. Porém, é perfeitamente adequado falar de inflação em etapas anteriores do circuito de bens e serviços. Por exemplo, pode-se falar e medir a inflação presente nos bens e serviços intermédios, que são os bens destinados a posterior transformação produtiva. Pode-se também falar de inflação na produção industrial, que significa a subida generalizada nos preços dos bens à saída das unidades industriais que os produziram. Pode-se falar de inflação nas importações quando se pretende referir a subida generalizada nos preços de bens e serviços importados à entrada no território em apreço. Finalmente, e sem ser exaustivo, pode-se também querer conhecer a inflação no conjunto dos bens e serviços finais produzidos em determinado período no território em apreço. Este último caso é interessante porque remete para a grandeza económica porventura mais conhecida por não-economistas, o Produto Interno Bruto (PIB). Com efeito, o chamado PIB a preços de mercado é o valor de mercado dos bens e serviços finais produzidos no território em determinado período. A valorização nesta variável ("a preços de mercado") acrescenta aos custos de produção a diferença entre impostos sobre a produção (e a importação) e subsídios à produção.

## 2.2 A quantificação de preços agregados

**13. A inflação é um conceito macroeconómico.** Em macroeconomia analisam-se as relações entre variáveis agregadas, ou seja, variáveis que resultam da soma de todas as decisões tomadas diariamente pelos agentes individuais sobre cada espaço económico. A classificação da inflação como fenómeno macroeconómico resulta da presença do adjetivo “generalizada” na sua definição (parágrafo 11). A subida do preço de um bem ou serviço é um fenómeno microeconómico porque se trata de um acontecimento num único mercado. Assim sendo, o que se procura captar através do conceito inflação é a variação entre dois períodos no preço representativo de um cabaz de bens. Esse preço representativo é frequentemente designado como preço agregado ou nível geral de preços. Na prática, existem tantos preços agregados quantas coleções de bens e serviços (cabazes ou agregados de bens e serviços) forem consideradas. O par. 12 listou alguns dos muitos cabazes com interesse para a análise económica e para grupos de pessoas.

**14. Existe uma dificuldade prática na mensuração dos preços agregados: eles não são observáveis diretamente.** A um inquiridor do Instituto Nacional de Estatística (INE), ou a uma rotina informática do INE, basta visitar os sítios Internet de várias plataformas comerciais para observar e recolher o preço de um bem em particular, por exemplo, posta de salmão fresca. Mas aonde é que ele pode ver o preço agregado da alimentação? Ou o preço agregado da produção industrial realizada em Portugal? Não existe nenhum local onde o preço destes agregados de bens esteja afixado. Felizmente, os estatísticos inventaram há muito técnicas para medir níveis agregados de preços. Consistem na definição de números-índice ou índices de preços e na recolha de informação nos mercados sobre preços e quantidades. Deste modo, as autoridades estatísticas nacionais constroem e publicam regularmente uma medida indireta para cada um dos preços agregados que entenderem. A próxima subsecção explica como.

### 2.2.1 Índices de preços: a solução para medir preços agregados a partir de preços de bens individuais

**15. Um “índice de preços”, conceito também conhecido como “número-índice”, é um indicador numérico construído para medir o preço médio ponderado de um cabaz de bens.** Cada ponderador é o peso de um bem no valor do cabaz. Importa esclarecer que um número-índice não tem uma unidade natural. O estatístico atribui um número arbitrário ao nível do índice num determinado período, chamado período base, e depois exprime o nível do índice em qualquer outro período sempre com referência ao nível arbitrariamente fixado para o período base. Na prática, os níveis arbitrários que costumam ser usados pelas autoridades estatísticas são “1” ou “100”.

**16. Um exemplo simples ajuda a compreender a noção de índice de preços.** Seja um cabaz constituído pelas quantidades de dois bens, 1 e 2. O período base é o ano 2015 e existem observações sobre os preços e as quantidades praticadas neste ano e em mais dois, 2017 e 2019. Esta informação está na Tabela 2. Quanto vale em cada ano o preço agregado, o preço representativo do conjunto dos dois bens? Os estatísticos não dão uma, mas várias respostas consoante a técnica utilizada para construir o indicador. Os mais conhecidos são o índice de preços de Laspeyres, o índice de preços de Paasche e o índice de preços de Fisher. Os próximos parágrafos definem e calculam cada um para os três anos do exemplo.

**Tabela 2 – Exemplo para cálculo de índices agregados de preços**

Ano	Bem 1		Bem 2		Valor do cabaz		Índice de preços		
	Preço	Quantidade	Preço	Quantidade	A preços correntes	A preços do ano base (2015)	Laspeyres	Paasche	Fisher
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)
2015	2	100	0,5	1000	700	700	1	1	1
2017	3	120	0,55	1050	937,5	765	1,2143	1,2255	1,2199
2019	2,5	110	0,6	1150	965	795	1,2143	1,2138	1,2141

**17. O nível geral de preços segundo o índice de Laspeyres<sup>1</sup> mede a evolução dos preços ao longo do tempo do cabaz observado no ano base.** Designando por “0” o ano base e por  $p_i^t$  e  $q_i^t$  o preço e a quantidade, respetivamente do bem  $i$  observados no ano  $t$  (com  $t = 2015, 2017$  e  $2019$  no exemplo numérico da Tabela 2), o preço agregado no ano  $t$  segundo Laspeyres ( $P_L^t$ ) é dado pela fórmula

$$P_L^t = \frac{\sum_{i=1}^I p_i^t q_i^0}{\sum_{i=1}^I p_i^0 q_i^0}, \quad (1)$$

em que  $I$  indica o número de bens e serviços que entra no cabaz ( $I = 3$  no exemplo numérico). Diz quanto é que o cabaz de bens e serviços do ano base (2015 no exemplo) vale no ano corrente  $t$ . A expressão para este índice pode ser substituída pela equação (2) equivalente, a fim de se salientar uma característica do índice de preços segundo Laspeyres.

$$P_L^t = \sum_{i=1}^I w_i^0 p_i^t, \quad (2)$$

expressão na qual cada termo  $w_i^0$  é o peso do preço do bem  $i$  que entra no numerador (preço do ano corrente),

$$w_i^0 = \frac{q_i^0}{\sum_{i=1}^I p_i^0 q_i^0} \quad (3)$$

**18. O preço agregado no ano corrente segundo Laspeyres pondera os preços do ano corrente com pesos fixos.** Da leitura conjunta de (2) e (3), percebe-se que os pesos são insensíveis à informação do ano corrente,  $t$ . Por outras palavras, os ponderadores do preço corrente são exatamente os mesmos qualquer que seja o ano corrente. De facto,  $t$  não entra na definição dos pesos (3). É esta característica que dá ao índice de Laspeyres a propriedade de pesos fixos. O lado direito da expressão (3) afirma que o ponderador do preço do bem  $i$  no ano  $t$  é dado pelo peso que a quantidade desse bem no ano base tem no valor do cabaz do ano base avaliado aos preços do ano base. Aplicando ao exemplo numérico, o denominador de (3) está calculado na coluna (7) da Tabela 2. Trata-se do valor do cabaz base aos preços do ano base (2015): vale 700 unidades. Consequentemente, os ponderadores de preços são:

- Bem 1 =  $100/700 = 0,143$ ;
- Bem 2 =  $1000/700 = 1,429$ .

**19. O nível do preço agregado no ano  $t$  diz quanto vale no ano corrente o cabaz do ano base.** A coluna (8) na Tabela 2 mostra a evolução do preço agregado ao longo dos três anos. Repare-se que vale 1 no ano base, 2015. Tem mesmo que ser 1 por construção do indicador, pois, para  $t = 2015$  na equação (2), resulta igualdade entre o numerador e o denominador. Em 2017, o preço agregado segundo este indicador é 1,214 ( $P_L^{2017} = 1,214$ ). Se o preço médio dos bens 1 e 2 é 1,2143 em 2017 e 1 no ano base, isto significa que o preço agregado subiu 0,2143 unidades em termos absolutos ou 21,43% em termos percentuais,<sup>2</sup> de 2015 para 2017. Já agora, vê-se na mesma coluna que o preço agregado manteve-se inalterado de 2017 para 2019, apesar das alterações ocorridas nos preços correntes de ambos os bens.<sup>3</sup>

<sup>1</sup> A designação é uma homenagem da comunidade científica ao trabalho do economista e estatístico alemão Ernst Louis Étienne Laspeyres, com ascendência de emigrantes franceses, que viveu entre 1834 e 1913.

<sup>2</sup> A variação percentual é  $\left[ \frac{(P_L^t - P_L^0)}{P_L^0} \right] \times 100 = \left[ \frac{(1,2143 - 1)}{1} \right] \times 100 = 21,43$ .

<sup>3</sup> Optou-se neste texto por definir como “1” o nível do índice no ano base. Há fontes que usam o número “100” para o mesmo fim, subentendendo a presença do símbolo de percentagem a seguir ao número. Claro que “100%” é exatamente o mesmo que “1”, mas o emprego de percentagens permite colocar mais dígitos significativos à esquerda do separador decimal. A escolha é arbitrária e pode-se usar uma ou outra unidade. A interpretação é a mesma, só a escala do indicador (quando se emprega o valor “100” para o ano base) é que é diferente.

**20. O nível geral de preços segundo o índice de Paasche<sup>4</sup> mede a evolução dos preços correntes relativamente ao preço agregado no ano base.** A diferença face ao índice de Laspeyres está nos ponderadores. O preço agregado no ano corrente ( $P_P^t$ ) é dado por

$$P_P^t = \frac{\sum_{i=1}^I p_i^t q_i^t}{\sum_{i=1}^I p_i^0 q_i^t} \quad (4)$$

**21. Neste caso, a média dos preços individuais usa ponderadores variáveis com o ano corrente.** Na expressão (4), o peso do preço do bem  $i$  é

$$w_i^t = \frac{q_i^t}{\sum_{i=1}^I p_i^0 q_i^t} \quad (5)$$

tornando claro que cada ponderador usa a quantidade do bem em causa respeitante ao próprio ano corrente. Para construir a série de preços agregados segundo Paasche, é então necessário recalculer os pesos dos preços individuais sempre que se quiser acrescentar novo ano corrente. Ao contrário do índice de Laspeyres para o qual todos os bens têm um único peso para todos os anos, no índice de Paasche todos os bens têm tantos ponderadores quantos os anos considerados na série. Com o índice de Laspeyres, as únicas variáveis que mudam de um ano para o outro são os preços individuais. Com o índice de Paasche, mudam os preços e as quantidades individuais.

**22. O índice de preços segundo Paasche é uma medida alternativa de preço agregado relativo.** A coluna (9) da Tabela 2 mostra a série temporal do preço agregado segundo o indicador de Paasche. Por exemplo,  $P_P^{2019} = 1,2138$  significa que o preço agregado em 2019 está 21,38% acima do preço agregado no ano base, 2015. Tal como no caso do índice de Laspeyres, este indicador é também um indicador de *preço relativo*: diz quanto vale o preço do ano corrente ( $t$ ) relativamente ao ano base (ano 0). A diferença está nos ponderadores, como acima se explicou: fixos no caso de Laspeyres, variáveis no tempo no caso de Paasche.

**23. O índice de preços de Fischer é mais um indicador possível para medir a evolução de um preço agregado ao longo do tempo.** Tal como os anteriores, assume a forma de um preço relativo: mede o preço agregado no ano corrente face ao nível arbitrariamente fixado para o preço agregado no ano base. Consiste na média geométrica dos dois índices anteriores. Com efeito, o preço agregado segundo Fischer no ano corrente ( $P_F^t$ ) é

$$P_F^t = (P_L^t \times P_P^t)^{0,5} \quad (6)$$

**24. Este indicador foi proposto pelo economista Irving Fischer<sup>5</sup> como uma melhor solução para calcular a evolução do preço agregado enfrentado pelos consumidores, mas é menos utilizado do que os anteriores.** Não querendo entrar em pormenores, diga-se apenas que a aplicação do índice de Laspeyres à medição dos preços no consumo tende a *enviesar para cima* o preço agregado porque assume que os consumidores não ajustam o seu cabaz às alterações nos preços de uns bens relativamente aos preços de outros bens. Ora a teoria do consumidor ensina que este tende a reduzir o consumo dos bens que ficaram mais caros e a aumentar o consumo dos outros sem perder bem-estar. Por isso, o emprego das quantidades escolhidas no ano base para ponderar os preços correntes tende a exagerar a medida do verdadeiro preço agregado (o tal que ninguém é capaz de observar diretamente). Já o índice de Paasche é conhecido por ter o efeito contrário: subavalia o verdadeiro preço agregado porque, na sua

<sup>4</sup> Hermann Paasche também foi um economista alemão que se destacou pelas suas contribuições estatísticas para o estudo dos preços. Viveu entre 1851 e 1925. A partir de 1906 dedicou-se à atividade política.

<sup>5</sup> Irving Fischer, norte-americano, foi outro economista com contribuições relevantes no campo da estatística. Viveu entre 1867 e 1947 e beneficiou, portanto, dos desenvolvimentos que Étienne Laspeyres e Hermann Paasche imprimiram ao estudo dos preços.

construção, aumenta o peso dos preços que descem em termos relativos e diminui o peso dos preços que sobem em termos relativos. Como, na realidade, a descida (subida) num preço relativo de um ano para o outro leva o consumidor a aumentar (diminuir) a quantidade consumida desse bem, a fórmula (4) faz aumentar o peso dos preços que descem e descer o peso dos preços que sobem, assim levando à subavaliação do preço agregado (*enviesamento para baixo*). Sendo uma média destes dois, o índice de preços segundo Fischer tende a corrigir o enviesamento para cima do índice de Laspeyres e o enviesamento para baixo do índice de Paasche. Por isso, também é conhecido como o *índice de preços ideal*. Tem, contudo, um “senão” prático. É o mais exigente dos três em matéria de informação, razão pela qual é menos utilizado.

### 2.2.2 Deflatores de preços e os índices de preços mais comuns

**25. Em macroeconomia aprende-se que qualquer cabaz de bens pode ser valorizado a preços corrente e a preços constantes.** Retome-se o caso geral de um cabaz com  $I$  bens. O valor do cabaz no ano corrente avaliado a preços do ano corrente é designado como “valor nominal do ano corrente”,  $VN^t$  :

$$VN^t = \sum_{i=1}^I p_i^t q_i^t \quad . \quad (7)$$

O valor nominal exprime, pois, o valor das quantidades observadas no ano corrente aos preços deste mesmo ano. Já o valor do mesmo cabaz avaliado aos preços do ano base é conhecido pela expressão “valor real do ano corrente”,  $VR^t$ , e define-se como

$$VR^t = \sum_{i=1}^I p_i^0 q_i^t \quad . \quad (8)$$

**26. Os economistas chamam deflator de preços ao rácio entre o valor nominal e o valor real do cabaz.** Assim, o deflator de preços no ano corrente,  $D^t$ , constrói-se a partir de (7) e (8):

$$D^t = \frac{(\text{valor nominal})^t}{(\text{valor real})^t} = \frac{\sum_{i=1}^I p_i^t q_i^t}{\sum_{i=1}^I p_i^0 q_i^t} \quad (9)$$

**27. Esta expressão é, nada mais, nada menos, do que o índice de preços segundo Paasche.** Demonstrou-se, assim, que os deflatores de preços são um caso especial de números-índice ou índices de preços. Um deflator converte uma qualquer grandeza nominal na grandeza equivalente em termos reais e vice-versa, pois que a grandeza a preços correntes é o produto da grandeza a preços constantes pelo deflator de preços. Este muda a escala de medida da grandeza macroeconómica económica alterando a unidade de preços subjacente (de constantes para correntes e vice-versa). Por ser um índice de Paasche, o deflator de preços pondera os preços de cada bem com as quantidades respetivas do ano corrente.

**28. A terminar, sublinhe-se que, na prática, a lista de deflatores e índices de preços publicada pelas autoridades estatísticas é imensa.** Os princípios são exatamente os mesmos para toda esta variedade e foram explicados nesta subsecção e na anterior. Com efeito, repare-se que o texto acima foi escrito com o cuidado de não identificar qualquer cabaz em particular. Por isso, os símbolos  $q_i$  aplicam-se a qualquer bem ou serviço. Os índices e os deflatores de preços ganham nomes económicos próprios quando o analista pretende circunscrever o cabaz genérico  $\{q_i : i = 1, \dots, I\}$  a um contexto económico preciso. Assim, a expressão (4) pode ser apelidada de deflator do consumo privado se as variáveis  $q_i$  designarem as quantidades de bens finais consumidas pelas famílias residentes no território em questão durante o período em apreço. Mas tanto (4) quanto os outros índices de preços acima definidos forne-

cem medidas alternativas do índice de preços dos bens industriais quando as variáveis  $q_i$  são interpretadas como os volumes de produção dos ramos industriais no território em questão ao longo do período em preço. Muitos mais contextos de preços agregados poderiam aqui ser chamados à colação, mas tal parece desnecessário para vincar a enorme aplicabilidade dos números índice em economia.

### 2.2.3 Taxas de inflação

**29. A taxa de inflação é, aritmeticamente falando, a taxa de variação proporcional de um índice de preços.** A noção económica de inflação foi apresentada no par. 11 acima. Para se perceber e conseguir interpretar um número apelidado de taxa de inflação, foi necessário explicar antes como é que se calcula um nível geral de preços, já que este não é uma variável observável diretamente por ninguém. Do ponto de vista algébrico, a taxa de inflação, popularizada pela letra grega  $\pi$  em livros de texto e artigos de economia, é simplesmente

$$\pi = \frac{\Delta P}{P} \quad , \quad (10)$$

com  $P$  a representar um índice de preços (*Laspeyres*, *Paasche*, *Fischer* ou outro) e o símbolo grego  $\Delta$  a representar a variação absoluta entre dois períodos. Consequentemente,  $\Delta P = P^t - P^{t-\tau}$  é a variação no índice de preços do período  $\tau$  para o período  $t$ . Esta é a expressão mais genérica de taxa de inflação. Aplica-se a qualquer conceito de nível geral de preços e a quaisquer dois períodos. Concretizando com o exemplo numérico na Tabela 2, que representa uma economia com dois bens apenas, pode dizer-se que a taxa de inflação em 2019, por referência ao nível geral de preços em 2015, foi 21,43% segundo o índice de *Laspeyres*, 21,38% segundo o índice de *Paasche* (ou o deflator de preços) e 21,41% segundo o índice de *Fischer*. O exemplo calculou calculado uma taxa de inflação entre dois anos não consecutivos ( $t = 2019; \tau = 4$ ), mas, na prática, são mais frequentes as publicações com taxas de inflação entre dois períodos consecutivos; de um mês para o seguinte e de um ano para o seguinte.

**30. Há tantas taxas de inflação na realidade quantos os contextos de análise económica.** Esta afirmação é um corolário das subsecções anteriores. Por definição, *i.e.*, por causa da definição (10), há tantas taxas de inflação quantos os agregados económicos (variáveis  $q_i$ ) que se queiram considerar e as fórmulas que os definem (os vários tipos de números-índice). A próxima secção vai concentrar-se em três taxas de inflação concretas, por serem as mais utilizadas para calibrar as políticas de estabilização macroeconómica, tanto monetária quanto orçamental: *Deflator do PIB*, *Índice de Preços no Consumidor (IPC)* e *Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC)*

## 2.3 Os casos particulares do deflator do PIB, do IPC e do IHPC

**31. Estes três preços agregados, por serem tão frequentemente invocados nos documentos de política económica e no espaço público em geral, devem ser bem compreendidos.** Como processam informação de base diferente, as suas taxas de variação proporcional são, naturalmente, distintas. Importa perceber porquê, assim como vale a pena atentar nas utilizações mais frequentes de cada um por parte dos decisores económicos.

**32. Comece-se pelo deflator do produto, também conhecido como deflator do PIB.** Já se sabe que é um índice de preços e, portanto, é uma medida compósita de preços na economia. Neste caso, os variáveis  $q_i$  são as quantidades de bens e serviços finais produzidos no território durante o período em apreço. O PIB é o cabaz macroeconómico mais abrangente. Na ótica da despesa, engloba as utilizações finais da produção realizada no território adquiridas por agentes residentes no território e por agentes nele não residentes. As despesas do primeiro grupo compreendem: o consumo privado, que é efetuado pelas famílias e pelas instituições sem fins lucrativos ao serviço das famílias; o consumo público, realizado pelas Administrações Públicas; e o investimento ou formação bruta de capital, a cargo das empresas residentes. A despesa do universo de agentes não residentes no território em bens e serviços

para uso final nele produzidos chama-se exportações. Uma vez que uma parte das despesas em bens finais realizadas pelos agentes residentes inclui bens e serviços finais produzidos no resto do mundo, é necessário subtrair o valor das importações à soma do consumo privado com o consumo público e o investimento para garantir coerência no apuramento do valor do PIB pela ótica da despesa.

**33. O deflator do PIB mede então o nível geral de preços dos bens produzidos no território para utilização final.** Serve também para converter o PIB nominal no PIB real e vice-versa, utilizando a equação (9). O preço agregado no ano  $t$  medido através do deflator é construído segundo um índice de preços de Paasche, equação (4).

**34. O deflator do PIB tem grande importância no apuramento das metas da política orçamental.** É sabido que as regras de disciplina orçamental nos Estados-Membros da UE, e em muitos outros países, estão definidas sob a forma de agregados orçamentais em percentagem do PIB nominal. Por exemplo, *ceteris paribus* (i.e., tudo o resto constante), quanto maior for o PIB nominal, maior é o valor absoluto da dívida que cabe na meta da dívida pública. Aritmeticamente, a passagem do PIB real para o PIB nominal envolve multiplicar o primeiro agregado pelo deflator do produto. A boa previsão do deflator é, por isso, tão importante quanto a boa previsão do PIB real nos modelos macroeconómicos que auxiliam os decisores políticos a programar a política orçamental.

**35. O Índice de Preços no Consumidor (IPC) mede outro nível de preços agregado.** A sequência  $q_t$  representa o cabaz de consumo de um consumidor apenas. A primeira grande diferença do IPC face ao deflator do produto é esta: no caso do IPC, a informação de base respeita a um único agente, enquanto que no caso do deflator cada quantidade agrega as escolhas de todos os agentes que contribuem para cada uma das componentes da despesa em bens e serviços finais. O agente único a que o IPC respeita não é uma pessoa qualquer. Para ter interesse para a generalidade das pessoas e para o desenho de medidas de política económica, este indivíduo tem de ser representativo de todas as famílias residentes. Por isso, as autoridades estatísticas recorrem a inquéritos regulares para conhecer como é que, em média, a despesa de consumo das famílias se reparte por cada bem. O indivíduo representativo pode, pois, ser entendido como a família média na distribuição de famílias residentes.

**36. A segunda diferença face ao deflator está na natureza económica do cabaz e daqui decorrem implicações para o indicador privilegiado pelas várias políticas económicas.** O IPC usa o cabaz de bens consumidos pelo agente representativo. Este cabaz  $q_t$  inclui bens para uso final produzidos no território em que o agente reside, mas também bens para uso final produzidos no resto do mundo. Engloba, portanto, uma componente importada. Como se viu, dada a definição de PIB na ótica da despesa, o deflator do produto exclui os preços dos bens importados. Dada a diferença nos cabazes, é natural que o poder de compra das famílias seja melhor aproximado pelo IPC do que pelo deflator do PIB. Por isso, a política de rendimentos, na vertente dirigida ao poder de compra das pessoas, dará mais atenção ao IPC do que ao deflator. Também a política monetária privilegia os níveis de preços no consumidor porque a parte do mandato comum a praticamente todos os bancos centrais é a manutenção da estabilidade de preços no consumo a um nível baixo (mais será explicado noutros capítulos). Já a política orçamental se preocupa, de modo mais simétrico, com os dois indicadores. Precisa do deflator para monitorizar as metas orçamentais e calibrar as necessidades de estabilização macroeconómica e do IPC para acompanhar o poder de compra e calibrar medidas redistributivas de rendimento e riqueza.

**37. A terceira diferença do IPC face ao deflator do produto é a natureza dos ponderadores dos preços dos bens e serviços.** As autoridades estatísticas privilegiam o índice segundo Laspeyres para construir o IPC e o deflator do PIB é um índice com a forma de Paasche. Da explicação na subsecção anterior decorre que os preços no período corrente,  $p_t^i$ , têm ponderadores iguais para todos os períodos  $t$  no caso do IPC e ponderadores que variam todos os períodos no caso do deflator. Desta diferença decorre uma implicação prática importante. A recolha de informação necessária para calcular o IPC em cada período é mais barata do que a necessária para produzir o deflator do PIB. Ajuda a perceber por que é que a série do IPC tem, nas economias desenvolvidas, uma frequência mensal e a do deflator apenas trimestral.

**38. O capaz representativo de bens e serviços adquirido pelos consumidores residentes no território em apreço inclui doze classes de bens e serviços, os quais, por sua vez, são desagregados em subclasses.**

A arrumação dos bens que integram o IPC em classes e subclasses de bens tem vantagens para a análise da inflação e para o desenho de medidas de política visando contrariar ou favorecer a subida de preços num número limitado de classes ou subclasses. Esta arrumação permitiu à UTAO mostrar no próximo capítulo que, em 2022, as taxas de inflação mais elevadas em Portugal se encontram nas classes de bens e serviços energéticos e de bens alimentares não transformados (Gráfico 4).

**39. Os Estados-Membros da UE possuem um outro índice agregado de preços no consumo, ao nível da família representativa: o Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC).**

Os IPC nacionais não seguem todas a mesma metodologia, pelo que as comparações entre países devem ser feitas com cuidado. A integração económica no espaço europeu desencadeou a necessidade de um índice harmonizado que fosse comparável entre Estados-Membros e esta necessidade veio a ser satisfeita com a criação do IHPC. A metodologia é partilhada por todos e está definida numa lei europeia ([Regulamento \(UE\) n.º 2016/792](#) e regulamentação conexa). A inflação aferida através da taxa de variação proporcional do IHPC tem três utilizações principais, duas no contexto da união monetária e uma no âmbito da união económica: é o indicador da exigência de convergência de preços inscrita nas candidaturas de novos países à união monetária europeia; é o indicador de estabilidade de preços empregue pelo Banco Central Europeu na sua estratégia de política monetária; é a medida de inflação utilizada por muitos contratos privados pan-europeus. O IHPC também é calculado seguindo a fórmula de Laspeyres — expressão (1).

**40. A diferença principal entre o IPC e o IHPC encontra-se no leque de bens e serviços abrangidos.**

O cabaz  $q_i$ , para  $i = 1, \dots, I$ , difere ligeiramente. O IHPC adota uma cobertura geográfica que pretende medir os preços enfrentados pelos consumidores nas suas compras no território em apreço, tanto os consumidores nele residentes com os consumidores não residentes (noção geográfica de cobertura nacional). Já o IPC adota a noção geográfica de cobertura interna: mede os preços que os consumidores residentes enfrentam no território em que residem e nos territórios que visitam. O IHPC inclui então a despesa de não residentes no território em apreço e exclui a despesa de residentes no exterior. Assim, por exemplo, os serviços de hotelaria e restauração fruídos por visitantes estrangeiros em Portugal contam para o IHPC português, mas não entram nas contas do IPC português. Tratamento simétrico é realizado para o consumo que residentes em Portugal façam no estrangeiro. Desta e doutras diferenças metodológicas decorrem pequenas diferenças nos pesos das várias classes e subclasses entre o IPC e o IHPC de um dado Estado-Membro. Outros países poderão construir os seus índices de preços no consumo de outro modo. Graf (2020, Cap. 3) apresenta várias razões metodológicas para diferenças conceituais nos pesos entre indicadores diferentes.<sup>6</sup>

**41. O deflator do PIB é positivamente influenciado pelos deflatores do consumo privado, do consumo público, do investimento e das exportações e negativamente influenciado pelo deflator das importações.**

Devido ao grau de abertura elevado típico numa pequena economia, a subida do deflator das importações acaba por se refletir no aumento dos deflatores das restantes componentes do PIB, dada a incorporação de bens e serviços finais nas outras componentes do PIB. Adicionalmente, a diferente evolução entre o deflator das exportações e o deflator das importações impacta na evolução dos termos de troca. Estes são dados pelo rácio entre o deflator das exportações e o deflator do PIB.

**42. O deflator do PIB e os dois índices de preços no consumidor tendem a mover-se em conjunto, mas há exceções.**

Tecnicamente falando, quando se considera uma série longa com mais de 40 anos de observações, a correlação entre as três medidas de preço agregado é positiva e estatisticamente significativa. Mas é curioso observar que, em épocas de inflação apreciável nas importações, a inflação medida pelo IPC (ou pelo IHPC) costuma superar a inflação medida pelo deflator do PIB. A explicação é a seguinte. As importações não entram na definição do PIB, pelo que, na formação do seu preço, o deflator das importações é descontado ao contributo dos deflatores das componentes produzidas no

<sup>6</sup> Graf, Brian (2020), *Consumer Price Index Manual: Concepts and methods*, 19 de novembro: Fundo Monetário Internacional. Acedido a 30/09/2022, disponível em <https://doi.org/10.5089/9781484354841.069>.

território. Portanto, quando o preço dos bens importados sobe relativamente ao preço dos bens produzidos internamente, o IPC e o IHPC crescem mais depressa do que o deflator do PIB: assim, a inflação medida pelo IPC e pelo IHPC tende, nestes momentos, a exceder a inflação medida pelo deflator do produto.



### 3 Evolução da taxa de inflação: perspetiva internacional e dinâmica

**43. O presente capítulo analisa a evolução dos preços no consumidor em Portugal, na Área do Euro e num conjunto de países mais heterogéneo.** A Secção 3.1 incide sobre Portugal no período compreendido entre o início de 2019 e fevereiro de 2023, a Secção 3.2 cobre a Área do Euro no mesmo período e a Secção 3.3 abrange um universo de países e um horizonte temporal mais alargados.

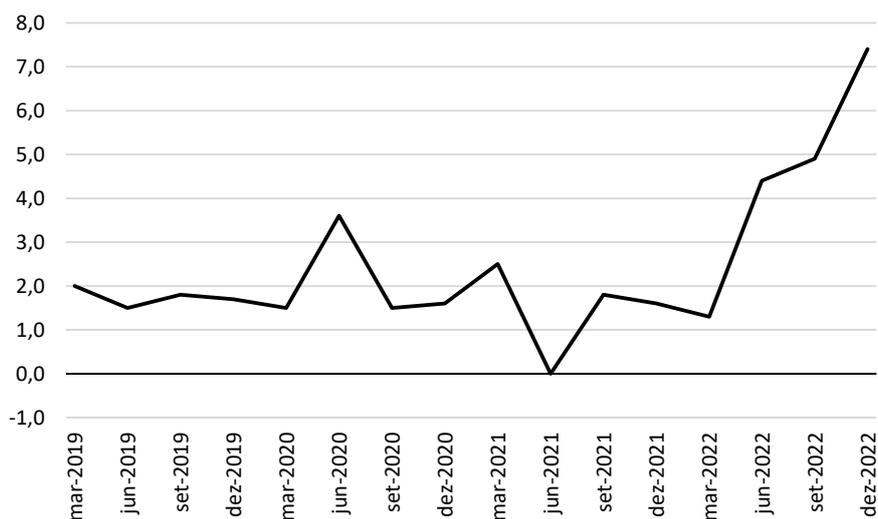
#### 3.1 Portugal entre 2019 e fevereiro de 2023

**44. No caso português, a evolução dos preços no consumidor será mostrada a par da evolução dos preços dos bens produzidos em território nacional (deflator do PIB).** Para a inflação sentida pelos consumidores, serão usados os indicadores IPC e IHPC.

##### 3.1.1 Inflação segundo o deflator do produto

**45. A variação do deflator do PIB no 4.º trimestre de 2022 situou-se em 7,4% em termos homólogos face ao ano anterior (Gráfico 1), sendo o resultado de alterações elevadas em componentes tanto da procura interna como da procura externa e refletindo o máximo da série iniciada em 1996.** Os preços do consumo privado das famílias residentes subiram 8,6% no 4.º trimestre de 2022, do investimento 8,2% e das exportações 12,2%. No entanto, estes aumentos foram parcialmente alavancados pelo crescimento dos preços das importações (13%) devido ao facto de haver um elevado conteúdo importado em cada uma das componentes da procura interna e das exportações. Desde o 2.º trimestre de 2021, tem-se verificado uma deterioração nos termos de troca visto que o aumento relativo do preço das importações tem sido superior ao crescimento do preço das exportações.

**Gráfico 1 – Deflator do PIB em Portugal: 2019–2022**  
(em taxa de variação homóloga trimestral)



Fontes: INE e cálculos da UTAO.

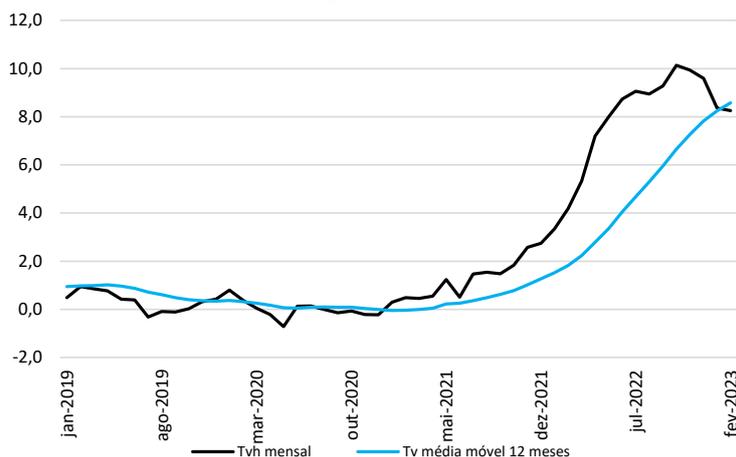
##### 3.1.2 Inflação segundo o IPC

**46. A taxa de inflação, aferida quer pela taxa de variação homóloga mensal quer pela média móvel a doze meses, atingiu os patamares mais elevados desde que a Área do Euro foi formada.** Em dezembro de 2022, a taxa de inflação situou-se em 9,6% em termos homólogos (Gráfico 2), enquanto a taxa de inflação do ano completo de 2022, aferida pela média móvel a doze meses, atingiu 7,8%. Posteriormente, a taxa de variação homóloga desacelerou para 8,6% e 8,4% em janeiro e fevereiro de 2023,

respetivamente. Em média móvel a doze meses, renovou máximos desde junho de 1993: 8,2% e 8,6% em janeiro e fevereiro de 2023, respetivamente.

**47. A taxa de inflação subjacente, aferida pela média móvel a 12 meses, atingiu em fevereiro de 2023 o máximo (6,3%) desde outubro de 1994.** O cabaz utilizado para a inflação subjacente exclui os bens alimentares não transformados e os produtos energéticos. A taxa de inflação subjacente homóloga em fevereiro de 2023 desacelerou ligeiramente para 7,2% (7,3% em dezembro foi o máximo desde o mês homólogo de 1994), enquanto a taxa de inflação subjacente aferida pela média móvel a 12 meses atingiu 6,3%, o nível mais alto desde outubro de 1994.

**Gráfico 2 – Taxa de inflação em Portugal aferida pelo IPC desde 2019**  
(em percentagem; frequência mensal)



Fontes: INE e cálculos da UTAO. | Notas: os valores para fevereiro de 2023 são provisórios à data da recolha da informação no portal do INE.

### 3.1.3 Inflação segundo o IHPC

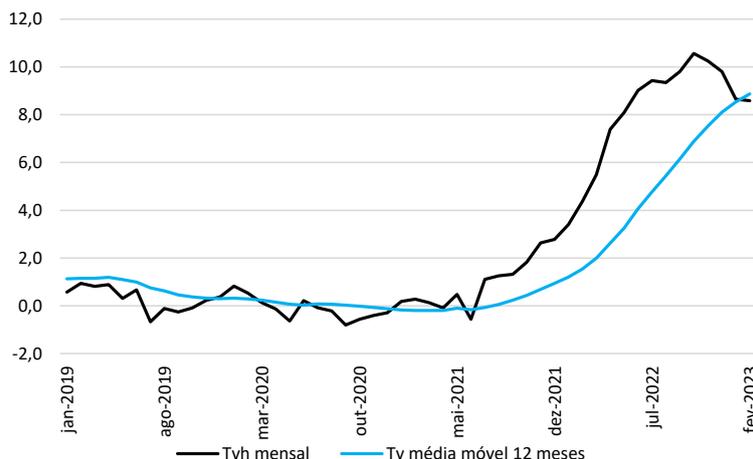
**48. O índice agregado IHPC é um indicador uniformizado na Área do Euro e tem como finalidade fornecer informação para decisões de política monetária do BCE decorrente do mandato que determina como objetivo a estabilidade de preços.** Os dados são publicados pelo Eurostat, bem como pelas autoridades estatísticas nacionais.

**49. A diferença entre o IPC e o IHPC está no peso das diversas classes de consumo das famílias no cabaz representativo, sendo que as principais diferenças encontram-se nas classes “restaurantes e hotéis” e “lazer, recreação e cultura”.** Os pesos destas classes, expressos em per milagem (‰), diferem nos seguintes termos:

- Restaurantes e hotéis pesam 81,6‰ no IPC e 102,5‰ no IHPC;
- Lazer, recreação e cultura pesam 61,9‰ no IPC e 49,1‰ no IHPC.

**50. A taxa de inflação, aferida pelo IHPC, atingiu 9,8% em dezembro de 2022 em termos homólogos e 8,1% na média móvel a 12 meses.** Com efeito, também no caso de Portugal a taxa de inflação (Gráfico 3) encontra-se acima do objetivo de política monetária para a Área do Euro como um todo (trazer a variação do IHPC para cerca de 2%). Posteriormente, em janeiro e fevereiro de 2023 a taxa de variação homóloga do IHPC desacelerou para 8,6%, sendo que a taxa de variação da média móvel a 12 meses do IHPC tornou-se superior à taxa de variação homóloga mensal em fevereiro de 2023.

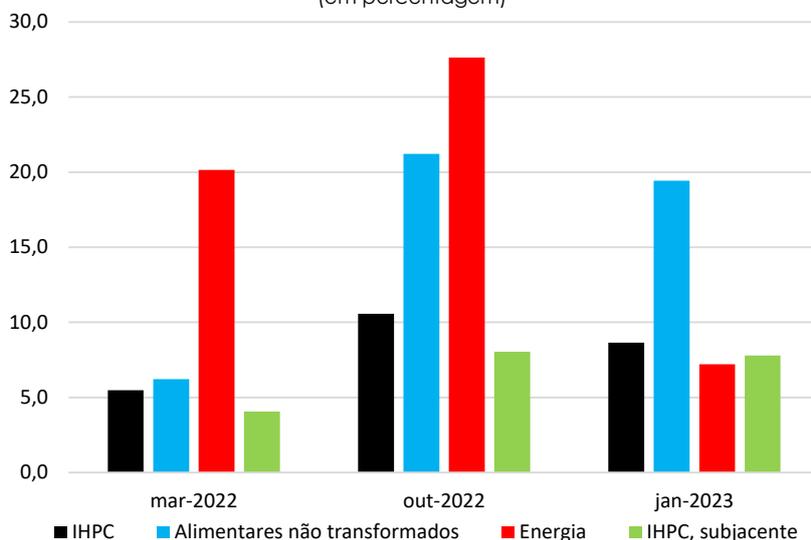
**Gráfico 3 – Taxa de inflação em Portugal aferida pelo IHPC desde 2019**  
(em percentagem; frequência mensal)



Fontes: Eurostat e cálculos da UTAO.

**51. Por componentes, os cabazes energético e de alimentos não transformados são os que mais encaeceram até janeiro de 2023.** Os produtos energéticos apresentaram a taxa de variação homóloga mensal mais elevada, tanto em março como em outubro de 2022 — Gráfico 4. Em janeiro último, o crescimento homólogo (7,2%) foi inferior ao da inflação total (8,6%). O índice de preços dos bens alimentares não transformados pode ser considerado um bom indicador do preço dos ingredientes para refeições em casa. Tornaram-se a componente volátil com maior inflação homóloga em janeiro de 2023 (19,4%), depois de o índice respetivo ter subido 21,2% em outubro. A taxa de variação do IHPC total passou de 5,5% em março para 10,6% em outubro de 2022, caindo um pouco nos meses mais recentes (8,6% em janeiro e fevereiro de 2023). A inflação subjacente foi progredindo, chegando aos 7,8% em janeiro de 2023. Significa isto que a inflação, nascida em cabazes fortemente expostos aos preços dos combustíveis fósseis, dos fertilizantes e dos cereais, está hoje disseminada por todos os sectores de atividade económica.

**Gráfico 4 – As classes no IHPC português com maior inflação em meses recentes**  
(em percentagem)



Fontes: INE e cálculos da UTAO. | Notas: Taxa de variação homóloga no mês *i* representa a variação percentual do IHPC entre o mês *i* do ano *t* e o mesmo mês do ano anterior (*t-1*).

**52. A contaminação da generalidade dos preços a partir das pressões inflacionistas nos bens energéticos e nos bens alimentares não transformados tende a ser mais forte nas componentes de consumo cujos preços são, historicamente, menos voláteis: serviços, bens industriais não energéticos e bens alimentares transformados.** Tendo por referência a taxa de inflação subjacente (Gráfico 4), *i.e.*, o IHPC excluído das componentes de produtos energéticos e bens alimentares não transformados, a subida

deste indicador reflete uma transmissão das pressões inflacionistas ascendentes às componentes de bens e serviços que tipicamente apresentam menos volatilidade na taxa de variação dos preços.

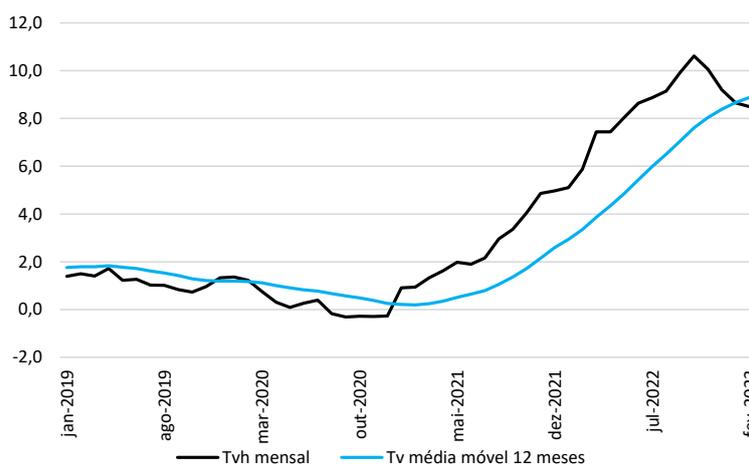
### 3.2 Inflação nos países da Área do Euro entre 2019 e 2022 (segundo o IHPC)

**53. Esta secção replica para a Área do Euro a evidência mostrada para Portugal na anterior.** Exibe a evolução do índice mais agregado (inflação total) entre 2019 e fevereiro de 2023 na Subsecção 3.2.1. Compara as taxas de inflação por classes de bens em três momentos dos últimos 12 meses na Subsecção 3.2.2.

#### 3.2.1 Evolução mensal do índice agregado

**54. A taxa de inflação na Área do Euro caiu para valores negativos em 2020 durante a pandemia COVID-19. No entanto, no decurso do ano 2022 a taxa de inflação subiu para os níveis máximos (Gráfico 5) da série estatística desde a introdução do euro em 1999.** Com efeito, a taxa de inflação na Área do Euro atingiu 9,2% em dezembro em termos homólogos e 8,4% em média móvel a 12 meses. Posteriormente, em janeiro e fevereiro de 2023 a taxa de variação homóloga do IHPC desacelerou para 8,6% e 8,5%, respetivamente. Desde janeiro de 2023, a taxa de variação da média móvel a doze meses é superior à taxa de variação homóloga mensal.

**Gráfico 5 – Taxa de inflação (segundo o IHPC) na Área do Euro desde 2019**  
(em percentagem; frequência mensal)

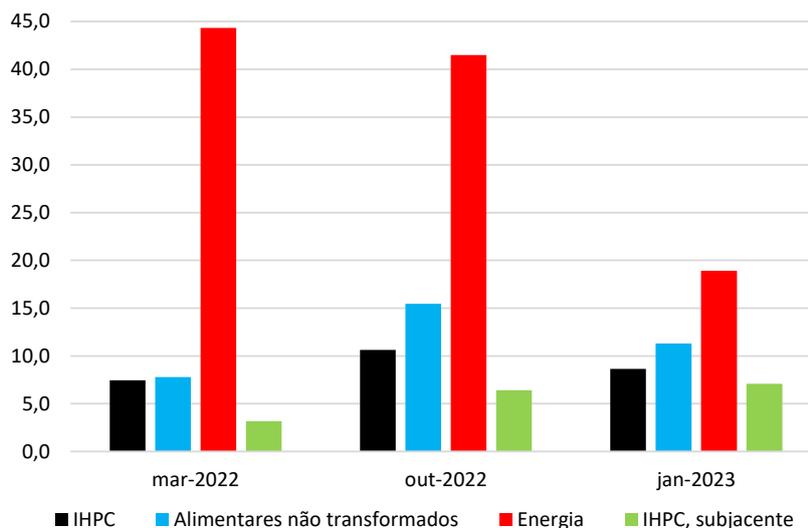


Fontes: Eurostat e cálculos da UTAO.

#### 3.2.2 Taxas de inflação por categorias de bens e serviços no conjunto da Área do Euro

**55. Na Área do Euro, a taxa de inflação nos bens energéticos é superior à dos bens alimentares não transformados, tanto em março como em outubro de 2022,** situando-se em 44,3% e 41,5%, respetivamente (Gráfico 6). Adicionalmente, as taxas de variação dos preços da componente energética excederam as verificadas em Portugal (compare-se o Gráfico 6 com o Gráfico 4). Várias razões concorrem para explicar as diferenças nas taxas de inflação destas classes entre a Área do Euro e Portugal: diferenças nos preços de aquisição nos mercados internacionais, diferenças nos graus de concorrência interna nas cadeias de fornecimento até aos consumidores finais, diferenças nos mecanismos de regulação de preços dos bens energéticos, diferenças nos subsídios e nos impostos ao longo das cadeias em causa até aos consumidores finais, diferenças climatéricas e diferentes intensidades energéticas no PIB.

**Gráfico 6 – Taxa de inflação na Área do Euro, principais agregados**  
(em percentagem)

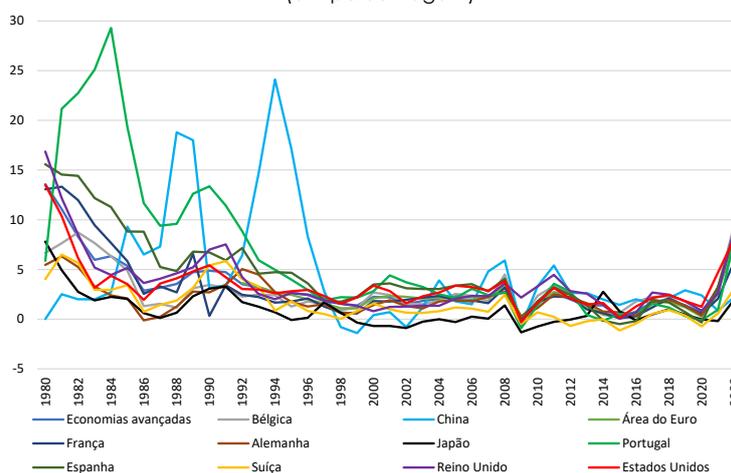


Fontes: Eurostat e cálculos da UTAO. | Notas: Taxa de variação homóloga representa a variação percentual do IHPC do IHPC entre o mês *t* do ano *t* e o mesmo mês do ano anterior (*t-1*).

### 3.3 Taxa de inflação num número alargado de países: 1980 a 2022

**56. A década de 1980 registou taxas de inflação acima das que se verificam desde o início de 2022 nas economias desenvolvidas, pelo que o fenómeno atual não é novo quando analisado numa perspetiva de longo prazo.** No caso de Portugal, a taxa de inflação atingiu 29,3% em 1984, um ano do período de execução do segundo programa de ajustamento acordado entre o país e o Fundo Monetário Internacional (FMI). Relativamente à China, este país também registou um máximo de 24,1% em 1994 (Gráfico 7), descendo posteriormente para níveis próximos dos observados nas economias desenvolvidas.

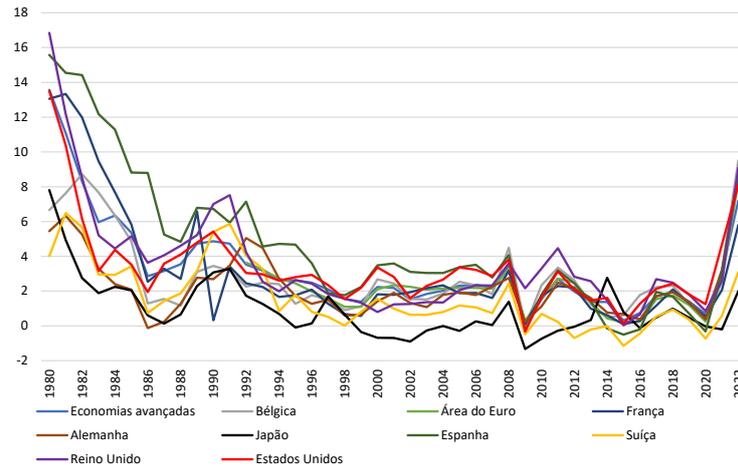
**Gráfico 7 – Taxa de inflação (IPC) numa seleção de economias desenvolvidas e China: 1980-2022**  
(em percentagem)



Fontes: FMI (*World Economic Outlook*, outubro 2022) e cálculos da UTAO.

**57. Relativamente a um conjunto mais restrito de economias desenvolvidas, os níveis de inflação em 2022 são superiores aos verificados nas duas décadas anteriores do século XXI, mas inferiores aos elevados níveis de inflação da década de 1980.** No caso dos Estados Unidos, a taxa prevista pelo FMI para 2022 (8,1%) reflete o valor máximo desde o ano 1982 (Gráfico 8). De modo similar, a previsão para o Reino Unido em 2022 (9,1%) corresponde ao máximo desde 1982 (8,5%). Relativamente à previsão para a Área do Euro em 2022 (8,3%), esta corresponde ao máximo da série estatística desta união monetária.

**Gráfico 8 – Taxa de inflação nas economias avançadas**  
(em percentagem)



Fontes: FMI (*World Economic Outlook*, outubro 2022) e cálculos da UTAO.

## 4 Razões para rezear a inflação

**58. Este capítulo visa explicar por que é que o processo inflacionário em curso é mau para o bem-estar das pessoas.** Após mais de 20 anos de preços estáveis, os mais jovens não sabem o que é viver com inflação e os mais velhos poderão ter-se já esquecido de como a subida prolongada e instável na generalidade dos preços perturbou os seus planos de realização económica. Com efeito, há efeitos perversos sobre a prosperidade das pessoas, qualquer que seja o papel económico que desempenhem: trabalhador, consumidor, aforrador, empresário ou até mesmo o papel de decisor político. Empiricamente, sabe-se que nível e dispersão da taxa de inflação estão positivamente correlacionadas. Como se explicará abaixo, as consequências económicas negativas da inflação tendem a ser maiores quanto mais elevadas e voláteis forem as taxas de inflação homólogas. A Secção 4.1 apresenta os receios dos agentes económicos privados e a Secção 4.2 os dos decisores públicos.

### 4.1 Receios das famílias, das empresas e da generalidade da economia

**59. Para as famílias, há um receio essencial: erosão do poder de compra dos seus rendimentos fixos.** A maioria dos agregados familiares obtém o seu rendimento a partir de fontes que não estão indexadas à inflação: salários, pensões e juros de depósitos bancários ou obrigações de taxa fixa. A inflação "come" o poder aquisitivo destes rendimentos, quer dizer, a quantidade de bens e serviços que um determinado rendimento fixo consegue comprar diminui proporcionalmente com a subida no nível geral de preços. A evidência histórica internacional é clara quanto à ausência de desinflações após períodos de inflação. Isto significa que as subidas generalizadas nos preços que o mundo enfrenta desde há cerca de um ano constituirão perdas permanentes de poder de compra. É por isso que os economistas falam em esclerose inflacionária: tal como na biologia humana, a passagem do tempo com inflação enrijece o tecido económico, retirando-lhe elasticidade para reverter a perda de rendimento real causada pela erosão no poder de compra da moeda.<sup>7</sup> Até se pode argumentar que a perda de rendimento real causada por inflações tende a ser maior e mais duradoura do que a provocada por recessões. Veja-se o exemplo numérico com dados oficiais no Anexo A.

**60. Para as empresas, a erosão no poder de compra das famílias tem um efeito direto: as margens de rentabilidade ficam limitadas no seu crescimento futuro pela redução na capacidade de expansão da produção em quantidade.** Enfrentando menor predisposição dos consumidores para colaborar na expansão do volume de vendas, às empresas torna-se mais difícil vender bens e serviços. Tudo o resto constante, a possibilidade de manutenção ou crescimento das margens de rentabilidade dos negócios exige às empresas capacidade de aumento dos preços de venda dos seus bens e serviços, o que, em si mesmo, é gerador de mais inflação.

**61. Considerando famílias e empresas em conjunto, há mais razões para pensar que a inflação é má tanto para o bem-estar social como para o bem-estar individual da imensa maioria de agentes económicos.** Poderão ser designadas como "miopia no planeamento", "contaminação da informação no sistema de preços", "desvio de recursos para renegociação permanente de contratos" e "agravamento na distribuição da riqueza". Os próximos parágrafos explicarão cada um destes receios.

**62. A miopia no planeamento acontece por a inflação persistente incentivar os agentes a hipervalorizar o curto prazo e a negligenciar as escolhas que mais impactam a médio e longo prazos no seu bem-estar.** Com inflação reduzida, entendida como oscilando num intervalo com limites baixos, como 1% e 2,5% ao ano, as pessoas tendem a considerar os preços como variáveis estáveis e previsíveis no horizonte

<sup>7</sup> Em boa verdade, todas as demais fontes de receio explicadas nos parágrafos seguintes desta secção podem também ser interpretadas como manifestações de esclerose económica. O texto mostrará que cada uma dessas fontes retira flexibilidade ao funcionamento da economia de mercado, forçando-a a desperdiçar recursos em atividades menos produtivas (perda de eficiência económica) e até geradoras de maior iniquidade entre indivíduos.

próximo, de um a três anos. Por isso, relaxam na preocupação com variações no nível geral de preços de um ano para o outro imediatamente seguinte.<sup>8</sup> A estabilidade é um bem por facilitar o planeamento das decisões económicas para além do próprio ano. As famílias e as empresas sentem-se mais confortáveis a planear as suas decisões de poupança, aquisição de bens duradouros, investimento e endividamento quando a taxa de inflação é baixa e expectável.<sup>9</sup> Na geografia da OCDE, a Turquia é um caso perturbante por estar há vários anos com taxas de inflação anual na casa dos dois dígitos — entre 10 e 20% de 2016 a 2021, saltou para 78,6% em junho de 2022.<sup>10</sup> Um artigo recente da revista *The Economist*<sup>11</sup> argumentava, com humor e realismo, que o longo prazo na Turquia “é o próximo mês”. Como se disse acima, níveis elevados de inflação tendem a ser acompanhados por níveis elevados de volatilidade (variação na taxa de inflação; mensurável, por exemplo, através do desvio-padrão da taxa de inflação). Este contexto dificulta extraordinariamente as previsões das empresas sobre os seus resultados em termos reais, ao mesmo tempo que assusta os aforradores quanto ao retorno real das suas aplicações. Esta situação penaliza a inovação nos negócios e o investimento na economia real, contraindo o produto potencial — o que, na prática, se traduz em menor prosperidade futura para a generalidade das pessoas. Viver para o curto prazo é o incentivo geral de um quadro prolongado de inflação elevada e volátil. Os consumidores com alguma folga financeira antecipam compras de bens duradouros, sobretudo sem recurso a crédito, e os fornecedores exigem prazos de pagamento cada vez mais curtos, tudo porque o poder de compra da moeda está a cair todos os dias. Um corolário deste contexto é o esboroamento das estruturas informais de crédito e confiança em que muitos pequenos negócios assentam.

**63. O mecanismo de preços perde qualidade na transmissão de informação sobre a escassez relativa de bens.** Numa economia de mercado, os preços relativos (preço de um bem relativamente ao de outro bem) transportam informação preciosa para a tomada de decisões por parte das famílias e das empresas. Tudo o resto constante, um bem que se torna relativamente mais barato induz um acréscimo na quantidade procurada e uma diminuição na quantidade oferecida. Isto assim tende a suceder porque umas e outras percebem que tais reações favorecem a satisfação ou utilidade das primeiras e a rentabilidade ou o lucro das segundas. Ora as economias de mercado caracterizam-se pela atomização das tomadas de decisão. Em cada minuto, milhões de pessoas em todo o mundo tomam uma decisão económica e, com preços estáveis, confiam nos sinais comunicados pelo sistema de preços. Com inflação, este mecanismo de orientação das escolhas dos agentes económicos fica comprometido ou, pelo menos, prejudicado na sua eficácia. Tanto famílias quanto empresas passam a ter dificuldade (tão grande quanto mais elevada e variável for a taxa de inflação) em distinguir, na variação dos preços absolutos, a parte que decorre de alterações na procura ou na oferta do bem em questão, da parte que resulta da subida generalizada de preços. Com inflação próxima de zero, há uma elevada probabilidade de a variação no preço absoluto de um bem entre um ano e outro corresponder a uma variação na mesma proporção no seu preço relativo e então os agentes têm confiança na informação comunicada pelo preço para ajustarem o seu comportamento no mercado do bem em causa. Num contexto com inflação a dois dígitos, essa confiança seguramente não existe porque passou a existir incerteza considerável sobre a ligação entre variação no preço absoluto e variação no preço relativo. Então, os agentes terão que retirar recursos de uma atividade para os afetar à busca de parceiros alternativos e à renegociação frequente de preços e outros termos contratuais. Só desta forma poderão assegurar-se de que não estão a ser iludidos pela inflação quando uma parte no contrato exige subida no preço do bem a fornecer.

**64. O interesse em não se ser enganado pela inflação no cálculo económico tem custos para os agentes, redundando em menos rendimento gerado na economia.** O final do parágrafo 63 explicou que a

<sup>8</sup> Taxas de inflação próximas de zero ou, pior ainda, ligeiramente negativas, não são desejáveis. Este ponto será explicado no final desta secção, no par. 68.

<sup>9</sup> Salienta-se que taxa “baixa” deve ser interpretada em módulo ou valor absoluto porquanto a instabilidade em contexto de descidas sucessivas de preços é tão má quanto a instabilidade de sinal contrário, i.e., em contexto de subidas sucessivas de preços.

<sup>10</sup> OCDE (2022), *Inflation (CPI) (indicator)*, doi: [10.1787/eee82e6e-en](https://doi.org/10.1787/eee82e6e-en), acesso em 4 de agosto de 2022. No caso da Turquia, a taxa referida é a variação homóloga em junho face a 2021 do IPC, todos os bens. Sem energia e alimentação, a taxa de inflação quedou-se em 58,8%.

<sup>11</sup> THE ECONOMIST (2022), “[Lessons from Turkey on the evils of high inflation](#)”, edição em linha de 21 de julho.

degradação no sinal comunicado pelo sistema de preços acerca da escassez relativa dos bens leva os agentes económicos a envolver recursos na renegociação de contratos e na busca da melhor parceria comercial. Estas tarefas frequentes podem ser irritantes e socialmente corrosivas. “O regateio constante causa fricção”<sup>12</sup> entre famílias e empresas, entre trabalhadores e empregadores, entre clientes e fornecedores, entre inquilinos e senhorios. No caso específico das empresas, o contexto inflacionário significativo exige-lhes também a afetação de mais recursos a tarefas de atualização e divulgação de preços. Todos estes esforços acrescentados pelo fenómeno inflacionário são um custo de eficiência para a economia, que não existiria em contexto de preços estáveis. Os recursos acima falados tanto podem ser o tempo de lazer sacrificado para poder desenvolver tais tarefas, como o desvio de trabalhadores da produção para o departamento comercial ou a despesa em algoritmos informáticos de busca e transação. Este consumo de recursos, que a degradação do sinal do sistema de preços exige como compensação para a tomada racional de decisões, redundante, claro está, em menos recursos disponíveis para atividades de maior valor acrescentado e, portanto, em menos PIB real, ou seja, num bolo mais pequeno para dividir por todos.

**65. Para a generalidade da economia, existe um quarto e último receio, que é o de agravamento na distribuição da riqueza.** O parágrafo anterior deu conta que inflação elevada e persistente gera um bolo de bem-estar menor para dividir. Agora, vai argumentar-se que inflação elevada e persistente gera fatias mais desiguais, com prejuízo para as pessoas menos móveis nos mercados em que atuam. A inflação é como um imposto. Conhecer a incidência económica de um imposto é saber quem o acaba pagando. Pouco importa quem tem a obrigação legal de pagar o imposto ao Estado (incidência legal) para se saber como é que a carga fiscal se distribui entre os agentes económicos (incidência económica). De uma maneira geral, a repartição da carga fiscal depende do poder negocial das partes. O raciocínio pode ser estendido à inflação. Colocada pelo parceiro comercial perante a exigência de um aumento de 10% no preço (ou salário) a pagar por um bem (serviço do trabalho), a parte compradora tentará reagir e empurrar o aumento para baixo, se para isso tiver capacidade negocial, ou em repercutir aquele aumento nos preços dos produtos que vende ou nos preços a que compra outros fatores de produção. O sucesso nestas tentativas dependerá sempre do poder de mercado desta parte perante os clientes e fornecedores que encontrar no mercado.<sup>13</sup> No fim do dia, serão os agentes menos móveis e com rendimentos fixos que mais erosão monetária sofrerão na sua capacidade aquisitiva. As famílias verdadeiramente ricas parqueiam as suas poupanças em ativos resilientes à corrosão monetária, como tendem a ser as propriedades imobiliárias, algumas matérias-primas e os títulos financeiros denominados em moeda forte, seja no país de residência ou no estrangeiro, incluindo paraísos fiscais. Esporadicamente, as famílias remediadas com alguma capacidade de poupança preferirão antecipar a compra de um ou outro bem duradouro sem recurso a crédito face à aplicação alternativa em depósitos bancários ou títulos de dívida pública sem indexação completa à inflação. Porém, quem não for verdadeiramente rico acabará por suportar a maior parte da incidência económica do imposto inflação.

**66. A partir de um certo nível, a instabilidade de preços pode degenerar em revoltas sociais, pondo em causa a ordem pública e questionando o regime político.** Estes episódios tanto podem acontecer com inflação como com deflação (descida generalizada dos índices de preços). A História está repleta de exemplos. A maioria terá acontecido com quedas reiteradas nos preços na produção de agrícolas e subidas acentuadas nos preços no consumo de bens alimentares. Koren e Winnecoff (2020)<sup>14</sup> documentam alguns destes episódios no séc. XXI, na América Latina, no norte de África e no Médio Oriente, recordam casos francês e russo nos séculos XVIII e XIX e alertam para o que poderá suceder nos próximos meses em consequência dos picos de inflação na alimentação que o mundo está a viver. Num artigo de pendor científico, os mesmos autores exploram estatisticamente a relação entre a oferta de moeda

<sup>12</sup> *Ibid.*

<sup>13</sup> Quando analisam a incidência económica de um imposto em determinado mercado, os economistas mostram que a repartição da carga fiscal depende das elasticidades-preço direto da procura e da oferta, entre outros parâmetros das funções procura e oferta.

<sup>14</sup> KOREN, Ore, e WINECOFF, W. Kindred (2020), “[Food price spikes and social unrest: The dark side of the Fed's crisis-fighting](#)”, *Foreign Policy*. Acedido em 5 de Agosto de 2022.

M2 pela Reserva Federal norte-americana e os preços de cereais nos mercados internacionais.<sup>15</sup> Henderson (2018)<sup>16</sup> recorda um canal de causalidade há muito conhecido dos economistas agrários: expansões monetárias, ao descerem as taxas de juro, diminuem as taxas de desconto intertemporal com que os investidores trabalham, tornando determinada quantia de numerário hoje menos valiosa do que o valor atualizado do fluxo de rendimentos futuros (fixos) que ela possa gerar. Por esta razão, quando a massa monetária se expande (contraí), aumenta (diminui) a procura de *stocks* agrícolas para armazenamento, o que faz subir (baixar) os seus preços nos mercados internacionais: isto é assim porque se tornou menos (mais) rentável manter liquidez do que investir em armazenamento de cereais para venda futura. Outras fontes sobre a relação entre instabilidade de preços dos bens alimentares e caos social são Grupo Banco Mundial (2022)<sup>17</sup> e Bellemare (2022).<sup>18</sup> Convém ter presente que as alterações acentuadas nos preços dos bens agrícolas raramente são, em si mesmas, suficientes para provocar distúrbios públicos. Podem ser o detonador, mas historicamente têm que existir vários combustíveis em ebulição decorrentes de expectativas sociais profundamente frustradas quanto a problemas coletivos como corrupção, despotismo, injustiça e desemprego.

**67. A inflação bem se assemelha a um verdadeiro imposto.** Imiscui-se entre o rendimento pago pela produção e o rendimento disponível para a adquirir. Os vários danos que ela provoca, e apresentados neste capítulo sob a forma de razões para reecer a inflação por parte de todos os agentes económicos, bem se podem comparar, em termos qualitativos, à conhecida perda de bem-estar social gerada pelo lançamento de um imposto formal que distorce preços. Até o acréscimo de receita, sobretudo da tributação indireta, que a inflação traz aos Estados enquanto ela não começar a destruir atividade económica faz lembrar um imposto formal. A inflação é um imposto na economia, embora não seja atualmente um imposto criado pelos Estados.<sup>19</sup>

**68. A terminar, uma referência à deflação. Do ponto de vista social, ela não é desejável por instigar comportamentos recessivos.** Poder-se-á pensar, a partir do que acima foi escrito, que taxas de inflação muito baixas, mas negativas, não serão más para a economia em geral. Afinal, níveis de  $-2,5\%$  a  $-1\%$  também exprimem variações anuais pequenas, como o intervalo simétrico  $[+1\% + 2,5\%]$ . O problema é o incentivo que uma taxa de variação de preços negativa instila no comportamento de quem compra bens e serviços. Quem compra, quer sempre pagar menos, pelo que a instalação de expectativas de deflação é perigosa por induzir nas famílias e nas empresas (e até no Estado) o desejo de adiar planos de consumo e investimento à espera de melhores preços. A materialização deste comportamento causa quedas na procura agregada, agravando o risco de recessão. É por causa deste temor que os bancos centrais, tipicamente, também não apreciam taxas de inflação positivas, mas próximas de zero. Para entender o argumento, imagine-se que a economia se encontra à beira ou já mesmo em recessão com uma taxa de inflação de  $+0,5\%$ . Um pequeno agravamento na conjuntura facilmente levará para terreno negativo a variação anual nos preços enfrentados pelos consumidores. Do ponto de vista coletivo, o comportamento desejável da procura agregada em tal situação deveria ser uma expansão, mas o que cada célula de famílias, empresas e serviços públicos irá fazer é precisamente o contrário: irá adiar planos de compras à espera de preços mais baixos. A agregação destas ações individuais, naturalmente, acelerará perda de produto e emprego, assumindo, claro, a constância de todos os demais fatores explicativos dessas variáveis. Este é um exemplo, entre muitos outros na teoria económica, de que o que é bom na perspetiva de um agente não é necessariamente bom em termos coletivos.

<sup>15</sup> *Idem*, "U.S. Federal Reserve policies can cause political instability by raising bread prices", *Food Security*, 10 de junho de 2022, pp. 1–4, [doi.org/10.1007/s12571-022-01300-0](https://doi.org/10.1007/s12571-022-01300-0). Epub disponibilizada antes da versão impressa. Acedido em 5 de agosto de 2022.

<sup>16</sup> HENDERSON, Jason (2018), "[Monetary policy and agricultural commodity prices: it's all relative](#)", *Choices*, uma publicação da *Agricultural & Applied Economics Association*, 1.º trimestre, vol. 33, n.º 1, pp. 1–8. Acedido em 5 de agosto de 2022.

<sup>17</sup> GRUPO BANCO MUNDIAL (2022), plataforma interactiva [Food Price Crisis Observatory](#). Acedido em 5 de agosto de 2022.

<sup>18</sup> BELLEMARE, Marc. F. (2022), "Do high food prices cause social unrest?", 5 de janeiro, *New Security Beat* — blogue do *Environmental Change and Security Program*, Woodrow Wilson International Center for Scholars.

<sup>19</sup> Já houve tempos no mundo industrializado em que os Estados criavam deliberadamente inflação, por via do financiamento monetário dos défices orçamentais então habitual. Para não ir longe, foi o caso de Portugal desde 1975 até aos primeiros anos da década de 90, em resultado da opção política de preparar o país para integrar a moeda única europeia.

## 4.2 Receios dos decisores públicos

**69. Não são apenas as famílias e as empresas a ter razões para rezear a inflação. Esta também aflige os bancos centrais e os políticos em funções.** A generalidade dos bancos centrais tem no seu mandato a preservação da estabilidade dos preços. Esta opção é historicamente explicada pela convicção entre macroeconomistas de que não há melhor instrumento para combater inflações e deflações elevadas do que as taxas de juro nos mercados retalhistas. A escola monetarista, que teve o seu auge entre os anos 70 e 2000, defendia que, sendo a oferta agregada de longo prazo caracterizada por uma semirreta vertical no espaço PIB-nível geral de preços, os fenómenos inflacionários seriam temporários, sendo os preços determinados no longo prazo pela procura agregada. Neste sentido, a massa monetária seria a variável de controlo através da qual as autoridades públicas conseguiriam, no curto e no médio prazos, estabilizar o nível geral de preços. Das instituições que a Humanidade criou, os bancos centrais são as mais habilitadas para gerir a oferta de moeda e influenciar os níveis de taxas de juro nos mercados grossistas e retalhistas dos ativos financeiros. Num próximo capítulo, este relatório explicará o mecanismo de transmissão da política monetária, mas também alertará para as limitações no uso das taxas de juro para combater o fenómeno inflacionário concreto com que o mundo está confrontado em 2022.

**70. Os bancos centrais receiam a inflação elevada e a deflação por quatro motivos essenciais: teste à eficácia dos bancos centrais, incerteza, custos sociais do ajustamento e grande notoriedade.** Os contextos de elevada variabilidade de preços põem à prova a capacidade dos bancos centrais cumprirem as obrigações do seu mandato de guardiões da estabilidade de preços. Se não forem capazes de domar a instabilidade, quem será? Por razões que se perceberão noutra secção, a incerteza é uma dificuldade séria no processo de decisão sobre a orientação e as intervenções em concreto da política monetária. Estado do desemprego, expectativas de inflação e crescimento dos agentes privados, duração na transmissão dos efeitos do impulso de liquidez à economia real e aos preços, presença, persistência e escala de choques adversos, resiliência do sistema financeiro, taxas de câmbio, etc., são muitas e complexas de julgar as fontes de desconhecimento que condicionam a eficácia dos instrumentos da política monetária para restaurar a estabilidade de preços. Como se explicará noutra secção, a terapia monetária para a inflação exige sacrifícios a muitos cidadãos: desemprego, perda de lucros, falências. Irá a economia ter uma aterragem suave ou despenhar-se numa recessão profunda em resultado da secagem de liquidez? Esta será, com certeza, uma pergunta angustiante que perpassa muitas vezes pelo espírito de quem tem responsabilidades na condução da política monetária na conjuntura atual. Os benefícios da restauração da estabilidade de preços só serão sentidos pela população mais tarde, enquanto que os custos sociais da subida das taxas de juro acontecerão antes. Finalmente, por que a inflação se tornou bastante mediática nos últimos trimestres, os comités de política monetária em todo o mundo com imprensa mais ou menos livre estão sob enorme pressão e escrutínio públicos acerca das decisões que tomam e dos reflexos das mesmas no bem-estar dos cidadãos. Embora não sejam eleitos, os banqueiros centrais não são imunes ao sentimento dos agentes económicos nem ao desconforto dos Governos e dos Parlamentos com a situação que o mundo atravessa atualmente. *Ceteris paribus*, a vida de governador central é mais cómoda num contexto de preços estáveis, pelo que nenhum desejaria ter de passar pela pressão que agora está a sentir.

**71. Os agentes em atividade política também têm boas razões para não gostar de preços instáveis.** Isto é verdade em todas os regimes políticos, e um facto mais acentuado nas democracias porque nestas não há instrumentos de silenciamento para impedir a difusão de notícias desagradáveis sobre o estado da economia nem instrumentos de repressão para travar manifestações de descontentamento popular. Há muito que a literatura dos ciclos político-económicos estabeleceu, teórica e empiricamente, a importância do desejo de reeleição das maiorias na montagem das medidas de política — Frey (coord., 1997)<sup>20</sup> — ou o condicionamento dos decisores por indicadores de popularidade — Baleiras

<sup>20</sup> FREY, Bruno (Coord., 1997), *Political Business Cycles*, The International Library of Critical Writings in Economics, vol. 79, Edward Elgar: Cheltenham, Reino Unido.

(2004).<sup>21</sup> Com tantos motivos identificados na secção anterior para os eleitores ficarem descontentes com inflação (ou deflação) elevada e volátil, é natural que os políticos se preocupem também com este fenómeno. No poder ou na oposição, as sondagens e outros inquéritos de popularidade aguçam a vontade de os políticos agirem sobre a instabilidade de preços.<sup>22</sup> Questão diferente é saber se as instituições públicas que eles gerem dispõem de capacidade para restaurar eficazmente a estabilidade de preços. Os Capítulos 6 e 7 olharão para esta questão.

---

<sup>21</sup> BALEIRAS, Rui Nuno (2004), "To be or not to be in office again: An empirical test of a local political business cycle rationale", *European Journal of Political Economy*, vol. 20, n.º 3, pp. 655–671. DOI: [10.1016/j.ejpoleco.2003.07.002](https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2003.07.002), acedido em 8 de agosto de 2022.

<sup>22</sup> Num primeiro momento que, no caso português, se manifestará provavelmente nas contas de 2022, a inflação até poderá ser a principal causa de excedentes orçamentais. Esta situação irá (está já a) criar pressão aos Governos para usarem a política orçamental a combater a inflação ou a mitigar alguns dos seus malefícios. Embora as finanças públicas não sejam um fim em si mesmo, importa lembrar que são um instrumento de cuja sustentabilidade depende a eficácia das respostas públicas em inúmeras áreas de interesse coletivo.

## 5 Causas da inflação experienciada nas economias desenvolvidas desde meados de 2021

**72. As causas da inflação que se verifica no mundo e em Portugal desde, sensivelmente, o final do segundo trimestre de 2021 são uma combinação de choques expansionistas no lado da procura e choques contraccionistas no lado da oferta.** Genericamente, o primeiro tipo de choques pressiona os preços e o PIB real para cima, enquanto o segundo tipo pressiona os preços para cima e o crescimento da atividade real para baixo. Os leitores interessados numa explicação mais técnica poderão gostar de ler o Anexo B. Recorre às curvas de procura e oferta agregadas no espaço crescimento real/inflação.<sup>23</sup> A UTAO considera estarem no terreno dois choques expansionistas na procura e sete choques contraccionistas na oferta agregada de bens e serviços finais, assim identificados:

- Choques expansionistas do lado da procura
  - Expansão do consumo privado alimentada pela acumulação extraordinária de poupanças durante a pandemia
  - Planos orçamentais expansionistas sincronizados e sem precedentes nas décadas mais recentes levados a cabo por quase todos os países da OCDE
- Choques contraccionistas do lado da oferta agregada
  - Descarbonização
  - Encerramento de unidade produtivas por razões de saúde pública (COVID-19)
  - Estrangulamentos na cadeia de transportes de média e longa distâncias
  - Ruturas na produção e no escoamento de cereais e fertilizantes
  - Redução na dotação de trabalho
  - Crescendo de desastres naturais (eventos climáticos extremos)
  - Guerra na Ucrânia

**73. São estes choques que estão a criar inflação em todo o mundo. O resto do capítulo irá explicar as causas de cada um deles.** Serão destacadas as pressões delas decorrentes nas economias desenvolvidas sobre o nível geral de preços e as quantidades de bens e serviços finais produzidos no território destas economias (PIB real). Por conveniência expositiva, o texto está organizado em duas secções: choques na procura na Secção 5.1 e choques na oferta na Secção 5.2.

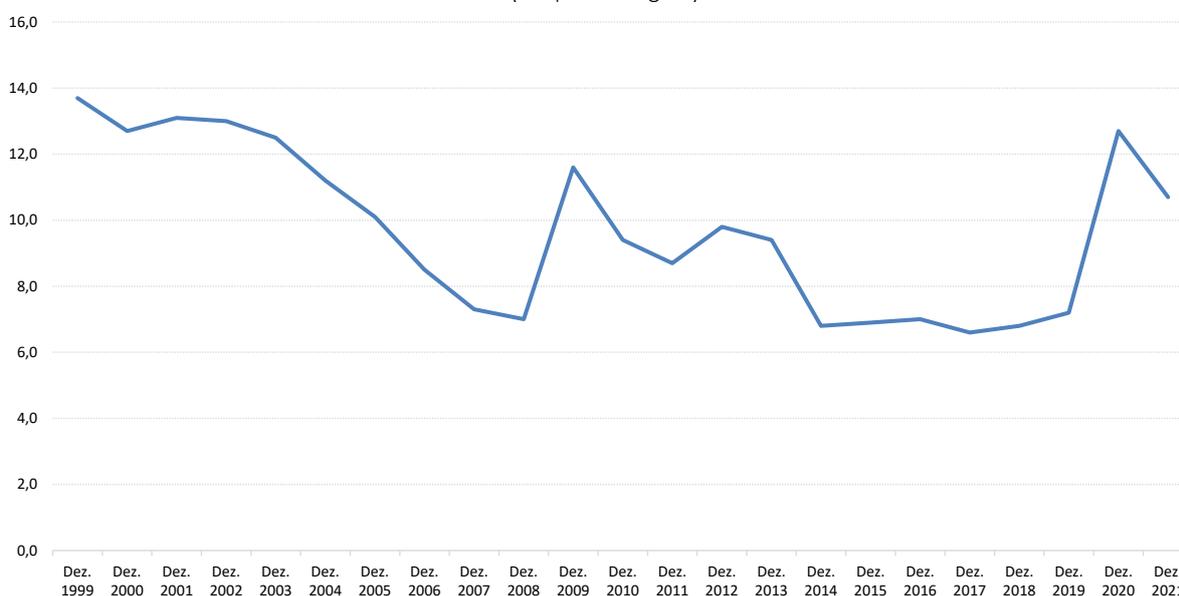
### 5.1 Choques expansionistas na procura agregada

**74. Os períodos de confinamento determinados pelas medidas de contenção do contágio com COVID-19 determinaram consequências na estrutura de rendimento, consumo e poupança do sector institucional famílias.** Verificou-se um aumento da poupança das famílias como um todo, mas refletindo heterogeneidade entre famílias: uma parte dos agregados familiares manteve os rendimentos do trabalho e de outras fontes, enquanto outros agregados familiares registaram uma quebra dos rendimentos. Em termos agregados, que é o que importa para avaliar o impacto na procura agregada por bens e serviços produzidos em Portugal, as estatísticas mostram que a taxa de poupança anual dos particulares em percentagem do seu rendimento disponível atingiu um máximo local impressionante de 12,7% em 2020, após uma média de 6,9% nos seis anos anteriores (Gráfico 9). 2021, que foi um ano de transição, com meses de isolamento e meses de expansão económica, encerrou com 10,7%. Foram níveis de poupança bem acima da média histórica e reflexo do sentimento de precaução das famílias, mas também da ausência temporária de oportunidades de consumo. O mesmo sucedeu em muitas outras economias, algumas ainda com maior expressão — nos EUA, a taxa de poupança das famílias ultrapassou 35%

<sup>23</sup> A análise neste capítulo, incluindo o Anexo B, resume, atualiza e complementa parte do seguinte artigo: BALEIRAS, Rui Nuno (2022), "Potencialidades e equívocos na utilização da política orçamental para combater a inflação", *Cadernos de Economia*, ano XXXV, n.º 139, Abril-Junho, pp. 34-42.

do seu rendimento disponível em abril de 2020 (taxa média de 16,8%), fechando o ano de 2021 com 7,5%.<sup>24</sup> Com o desvanecimento da pandemia, é natural que os particulares nesta situação tenham querido transferir para consumo parte significativa do *stock* acumulado em excesso face à tendência anterior. Tecnicamente falando, a pandemia terá baixado a propensão marginal a consumir a partir do rendimento disponível, e a recuperação pós-pandémica aumentou o mesmo parâmetro. Ao longo de 2021 e 2022, ocorreu, pois, transferência de poupança passada para consumo presente. É esta subida na propensão marginal a consumir que provoca uma expansão na procura agregada. O comportamento da economia portuguesa, neste aspeto, replica o que também se está a passar na generalidade das economias desenvolvidas. Tudo o resto constante, este choque expansionista da procura agregada induz inflação e crescimento económico (medido através do crescimento do produto real observado). A evidência empírica mais recente sugere que este choque poderá extinguir-se naturalmente até final no primeiro semestre de 2023. Nos EUA a taxa de poupança dos particulares está em 4,7% em janeiro de 2023 e, na Área do Euro e em Portugal, fechou o 3.º trimestre de 2022 com 13,2% e 0,7% respetivamente, após o pico de 25,3% e 23,6%, respetivamente, no 2.º trimestre de 2020.<sup>25</sup>

**Gráfico 9 – Evolução da taxa de poupança dos particulares em Portugal: 1999–2021**  
(em percentagem)



Fontes: Banco de Portugal, [base de dados em linha BP Stat](#), extração da UTAO em 15/09/2022. Notas: o gráfico mostra a poupança dos particulares em percentagem do seu rendimento disponível, ambas as variáveis extraídas das contas nacionais anuais.

**75. Os planos orçamentais a nível europeu e norte-americano representam uma política orçamental expansionista sincronizada, o que contribuirá para o aumento da procura de recursos nos mercados financeiros, nos mercados de bens e serviços e no mercado de trabalho.** Tendo por referência as decisões da União Europeia sobre os planos de recuperação e resiliência, estas afetam a quantidade de recursos financeiros disponíveis e aumentam a pressão para subida das taxas de juro, o que poderá restringir e onerar a utilização de recursos financeiros por parte do sector privado. Adicionalmente, os planos orçamentais também concorrerão com o sector privado na busca de bens e serviços. Concorrência também está a haver entre Estados-Membros e entre estes e os sectores públicos norte-americano, australiano, canadiano, etc. porque as Administrações Públicas de quase todos os países desenvolvidos estão a querer comprar ao mesmo tempo os mesmos fatores de produção e bens finais: todos querem investir em digitalização, transição energética e infraestruturas. Desde o plano Marshall (1948–1951) que não se via tamanhos sincronismo e materialidade nas políticas orçamentais ocidentais. Obviamente, a concretização destes planos corresponde a um choque expansionista na procura agregada com efeitos inflacionistas, sobretudo em bens e serviços que, por força de certos choques contraccionistas na oferta, já eram escassos: microprocessadores, componentes para descarbonização, transporte

<sup>24</sup> Fonte: U.S. Bureau of Economic Analysis, "[Table 2.6. Personal Income and Its Disposition, Monthly](#)", acedido em 21/03/2023.

<sup>25</sup> Dados para a Área do Euro no sítio-e do [Eurostat](#) e para Portugal no do [Banco de Portugal](#), ambos compulsados em 21/03/2023.

marítimo e matérias-primas para construção civil, entre outros. Este sincronismo no tempo e no modo dos planos orçamentais expansionistas terá um impacto positivo no crescimento do produto observado, mas não são de excluir efeitos de *crowding out* sobre o sector privado.<sup>26</sup>

## 5.2 Choques contraccionistas na oferta agregada

**76. Houve desinvestimento na capacidade de produção das indústrias de energia primária fóssil desde, pelo menos, meados da década passada, o que se traduziu numa menor quantidade oferecida no mercado global a qualquer nível de preço.** Sob a liderança da União Europeia, muitos países do mundo empreenderam na década passada um esforço credível de transição para um paradigma energético com menor utilização de fontes primárias fósseis: carvão, petróleo, gás natural e urânio. Consequentemente, as empresas que se dedicam à extração destes recursos naturais e as que se dedicam à sua transformação em eletricidade e inúmeros produtos derivados daquelas fontes desinvestiram nas tecnologias e nos equipamentos instalados em tais atividades. Este desinvestimento traduz-se, ao longo de vários anos, numa redução da quantidade oferecida de fontes primárias fósseis e produtos e serviços obtidos a partir delas. Em termos do mercado de bens e serviços finais, este fenómeno caracteriza-se por uma contração da oferta agregada, com as pressões naturais para inflação e diminuição do crescimento. Se os efeitos expansionistas do lado da procura forem dominantes e o crescimento económico prevalecer, pode esperar-se que a subida a que se vem assistindo nos preços dos recursos fósseis e dos bens e serviços com eles produzidos acabe por, ao fim de alguns anos, reverter a queda na capacidade instalada e na contração da oferta. Porém, ainda é cedo para se assistir a esta reversão, até porque as perspetivas sobre a continuidade da recuperação económica global e em cada país se tornaram mais sombrias ante a necessidade de os bancos centrais encarecerem o acesso ao crédito para a generalidade dos sectores que procuram bens e serviços finais.

**77. O encerramento de unidades produtivas na China devido a políticas de saúde COVID-19 bastante restritivas têm vindo a introduzir perturbações adicionais na cadeia de fornecimento de bens finais para os mercados das economias desenvolvidas.** As autoridades chinesas determinaram em 2021 e 2022 confinamentos totais ou parciais em dezenas de cidades, o que condicionou o consumo dos habitantes dessas regiões, bem como, mais impactante à escala global, encerrou a produção de bens industriais para exportação durante várias semanas, com réplicas desde o terceiro trimestre de 2021. Rapidamente, estes encerramentos estancaram o fornecimento regular e previsível de inúmeros componentes essenciais para a produção de bens industriais finais em múltiplos locais de produção no mundo. Tecnicamente, a falta de componentes industriais nas cadeias de produção é outro choque contraccionista na oferta agregada de bens e serviços finais, com as inevitáveis consequências dele decorrentes: pressões ascendentes sobre os respetivos preços e descendentes sobre o volume produzido. A falta de componentes para muitas indústrias no mundo persiste à data de fecho deste relatório, em março de 2023, apesar do fim dos *lockouts* chineses decretado no final de 2022.

**78. As cadeias de transporte internacional têm sido muito afetadas, essencialmente nos sectores marítimo e aéreo, por perturbações decorrentes de greves, bloqueios em portos chave, falta de trabalhadores e alterações de rotas.** No caso do sector aéreo, algumas rotas mais longas tiveram de ser alteradas no sentido de evitar o espaço aéreo da Ucrânia devido à guerra, ou ainda devido à proibição da utilização do espaço aéreo da Rússia. Estes condicionamentos implicam custos mais elevados e mais consumo de energia fóssil para assegurar a mesma ligação aérea. Adicionalmente, os aeroportos europeus têm registado perturbações decorrentes da redução de trabalhadores durante os confinamentos COVID-19, que entretanto não foram repostos, pelo que não tem sido possível assegurar o normal funcionamento destas infraestruturas. A época alta de 2023 está à porta e estes estrangimentos poderão regressar dentro de meses. Relativamente ao sector marítimo, muitas perturbações ocorreram ao longo

<sup>26</sup> Historicamente, o efeito *crowding out* na literatura económica surgiu associado ao financiamento do investimento público através da emissão de dívida. O sector público, ao recorrer a endividamento junto de residentes, absorve recursos de poupança privada de agentes económicos pertencentes aos sectores institucionais privados, reduzindo, consequentemente, a poupança privada disponível para financiar investimento privado. Em épocas de inflação elevada, como aquela para a qual o mundo se inclina, faz sentido também aplicar o conceito de *crowding out* à disponibilidade de bens e serviços. Sendo a inflação um sintoma de escassez relativa dos mesmos, quanto mais um sector absorver, menos quantidade e mais cara fica disponível para os demais.

de 2022 decorrentes de greves nos portos no Reino Unido e bloqueios em portos intermodais importantes na costa leste dos EUA e no Mar da China. Por fim, no sector rodoviário tem-se assistido à escassez de motoristas para camiões de longo curso no caso do Reino Unido. Todas estas perturbações estão a agrava os fretes e a atrasar as entregas, com consequências em cadeia para os sectores industriais e retalhistas em todo o mundo. Causam outro choque contraccionista na oferta agregada. Este estará, porém, a perder força em 2023.

**79. A rutura na produção e no escoamento de cereais e fertilizantes condiciona a produtividade do sector agrícola mundial e, claro, também baixa a quantidade oferecida destes recursos indispensáveis à produção mundial de alimentos.** Já antes da guerra na Ucrânia começar, havia sinais evidentes desta escassez. Secas, inundações e tornados particularmente graves e localizados que vêm ocorrendo desde meados de 2021 destruíram plantações e armazéns de cereais, bem como fábricas de amoníaco e outros produtos químicos necessários à produção de fertilizantes em vários continentes. Com efeito, estes condicionamentos na produção e no escoamento contribuem para o aumento de preços nos consumidores dos países das economias desenvolvidas e redução de consumo nos países em desenvolvimentos. A menor produção do sector agrícola representa menor PIB real mundial. A redução no stock de cereais e fertilizantes é causa de outro choque contraccionista na oferta agregada de bens e serviços finais, assim pressionando os respetivos preços para cima e o volume produzido (PIB real) para baixo. Há um desfasamento de dois a quatro trimestres entre o abastecimento do mercado de fertilizantes e a colheita de produtos agrícolas, pelo que o primeiro semestre de 2023 ainda irá sentir os efeitos das quebras de fornecimento que se fizeram sentir desde o verão de 2022.

**80. A oferta de trabalho está em queda no mundo desenvolvido há vários anos e acentuou-se após a pandemia com o fenómeno da "Grande Demissão" (*the Great Resignation*).** A população ativa (força de trabalho e oferta de trabalho são sinónimos) está a cair por duas razões importantes que importa perceber. Por um lado, cai há muitos anos porque a demografia nas economias desenvolvidas apresenta dois movimentos de longo prazo que convergem para reduzir o número de pessoas em idade para trabalhar: envelhecimento populacional e diminuição da natalidade. Combinados, reduzem paulatinamente, a médio e longo prazos, o número de indivíduos em idade para trabalhar. A importação de mão-de-obra de regiões menos prósperas do globo não se tem revelado suficiente para compensar a contração na oferta de trabalho indígena. Esta tendência de longo prazo não acabou em 2019, prossegue após os anos mais duros da COVID-19. Mas há um fenómeno novo que também reduz a população ativa. Ganhou visibilidade em 2021 e prossegue o seu caminho na atualidade: a "grande demissão". É caracterizado tanto pelo abandono voluntário do mercado de trabalho por parte dos trabalhadores como pela redução na sua disponibilidade para trabalhar além da jornada normal semanal. Uma e outra expressão da "grande demissão" estão a fazer cair a taxa de participação da força de trabalho. Começou a ser notado nos EUA, mas os sinais chegaram entretanto à Europa. A paragem forçada para muitos assalariados durante os períodos pandémicos de isolamento social e a experiência que muitos outros tiveram com a prestação remota de serviços está a levar muita gente a refletir, como nunca, sobre os seus objetivos pessoais para além da profissão e sobre o equilíbrio que deseja entre vida profissional e vida pessoal. Muitos passaram a valorizar relativamente mais a qualidade de vida como fim a prosseguir. É evidente que as sementes para este reposicionamento estratégico das pessoas nasceram antes da pandemia, particularmente nas ocupações profissionais que já antes eram mais exigentes em horários longos e conflituantes com as responsabilidades familiares e se caracterizavam por i) remunerações abaixo das oferecidas no mercado para as mesmas qualificações, ii) vínculos de trabalho precários e, de uma maneira geral, iii) entidades empregadoras que negligenciavam a componente não pecuniária da retribuição pelo trabalho prestado. A pandemia foi, para muitas pessoas, o detonador de mudanças no comportamento perante as entidades empregadoras. Descobriram novas vocações, preferem iniciar projetos profissionais pessoais em vez de continuarem assalariadas, fogem, se puderem, de organizações presas no antigo paradigma de gestão em direção a outras que passaram a praticar a flexibilidade nos regimes de prestação de trabalho, emigram para o estrangeiro ou para sectores de atividade que oferecem melhor compatibilidade entre vida profissional e vida pessoal e revelam menor disponibilidade para trabalhar além do horário normal para o qual foram contratadas. Claro que a recuperação económica muito rápida e forte também está a ajudar a esta transformação, dando mais capacidade negocial aos trabalhadores que são abordados por ofertas de trabalho. Todas estas razões,

as por detrás do declínio demográfico e as que estão a causar a “grande demissão”, representam tecnicamente um outro choque contraccionista na oferta agregada de bens e serviços. O declínio demográfico causa também uma queda na oferta de longo prazo (produto potencial) por causa da redução sustentada no *stock* de trabalho.

**81. Os desastres naturais destroem alimentação humana e capacidade produtiva, e são cada vez mais frequentes.** As alterações climáticas não se limitam a fazer subir a temperatura média no Planeta. Estão a aumentar a frequência e a intensidade de desastres naturais: inundações, secas, furacões, tornados, incêndios florestais estão a acontecer cada vez mais e com maior gravidade. Destroem culturas agrícolas e, portanto, têm um efeito contraccionista e inflacionista imediato sobre a oferta de bens alimentares não transformados e um efeito indireto do mesmo tipo sobre a oferta de alimentos transformados. A agravar o impacto global, está a destruição de *habitats* naturais e inúmeras infraestruturas privadas e públicas. Esta destruição de capital natural e capital físico diminui, obviamente a capacidade de produção de bens industriais e serviços, acrescentando ondas inflacionistas pelo lado da oferta. Infelizmente, este sexto tipo de choque da oferta é estrutural e não irá diminuir no futuro próximo. A causa deste tipo de perturbação são os eventos climáticos extremos, cujas frequência e intensidade são cada vez maiores. Por detrás deste fenómeno, estão os motores das alterações climáticas.

**82. A guerra na Ucrânia é o último choque contraccionista na oferta agregada que emergiu desde meados de 2021.** Em rigor, não traz nenhuma causa económica nova, mas está a ser bastante violento porque acelerou enormemente os efeitos contraccionistas de vários choques na oferta agregada acima analisados. A redução nas dotações de gás natural e petróleo para as economias europeias, e a conseqüente aceleração nos preços destes combustíveis nos mercados globais, são os efeitos mais mediáticos deste choque para quem vive na UE. Infelizmente, a guerra também está a agravar outros choques contraccionistas já discutidos. A Ucrânia e a Rússia são exportadoras mundiais de referência no mercado dos cereais, sendo que a Rússia também detém uma quota de mercado elevada na exportação de fertilizantes e componentes químicos para a produção de fertilizantes noutras partes do mundo. São conhecidos os bloqueios no transporte destas mercadorias através do Mar Negro e a manipulação para fins militares por parte dos dois beligerantes das condições de segurança na navegação e no gasoduto de amoníaco.<sup>27</sup> Uma guerra como esta tem desenvolvimentos e mutações frequentes em vários sentidos, pelo que, a crescer à redução expressiva nas dotações daqueles produtos intermédios e matérias-primas, está a volatilidade nos preços elevados desses bens. Relativamente ao futuro, permanece a incerteza sobre a duração do conflito e da situação que emergirá após o seu eventual fim. Esta incerteza contribuirá para a volatilidade dos preços daqueles fatores de produção à escala mundial, com propagação ao nível geral de preços e à redução do crescimento do PIB real em praticamente todos os territórios do mundo.

---

<sup>27</sup> Em julho de 2022 foi celebrado um acordo entre as Nações Unidas, a Turquia, a Ucrânia e a Rússia para viabilizar a exportação de cereais ucranianos através do mar Negro e isso aliviou um pouco os preços internacionais dos mesmos. As tensões regressaram em março de 2023 a propósito da renovação do acordo. Pior encaminhado está a restauração do fluxo de amoníaco russo para exportação via Mar Negro através de um gasoduto que liga Togliatti (na Rússia) a Odessa (na Ucrânia) desde final da década de 70. No início de dezembro de 2022, notícias da [imprensa russa](#), da [imprensa indiana](#) e da [imprensa norte-americana](#) revelavam que a infra-estrutura continuava inoperacional. O amoníaco é um ingrediente essencial para muitas fábricas no mundo produzirem fertilizantes e estes desempenham um papel importante na produtividade de muitas atividades agrícolas.



## 6 Como se cura a inflação? Mecanismos de transmissão e limitações dos instrumentos de política

**83. O Capítulo 4 tentou explicar por que é que inflação persistentemente elevada é um problema para tantas pessoas.** Espera-se que os argumentos tenham sido convincentes. Do pensionista comum ao grande empresário, passando pelos decisores de topo nos bancos centrais e nos governos, todos têm razões para recear preços instáveis fora de um intervalo de variação como [+ 1% + 2,5%].

**84. Faz então sentido questionarem-se sobre a existência de tratamento ou medicamento contra a inflação.** A analogia com a saúde humana é tremenda. O melhor dos mundos é não chegar sequer a adoecer, ou seja, a não ter os índices de preços no consumo fora daquele intervalo. Isso exige prevenção. Mas prevenção em economia é muito mais difícil de acontecer do que em medicina por causa das externalidades. Com exceção das patologias contagiosas e das vulnerabilidades congénitas, a probabilidade de contração de uma doença no corpo humano depende, sobretudo, do indivíduo e muito do empenho dele em ter uma vida saudável. Ao invés, a emergência de quase todas as patologias económicas depende muitíssimo mais da ação dos outros do que do comportamento do próprio. Devido à forma hiper-descentralizada como as decisões são tomadas pelos agentes, a economia assemelha-se a um sistema vascular altamente capilar, já que o estado macroeconómico em cada momento é o reflexo de um número tendencialmente infinito de escolhas individuais contemporâneas e passadas, com expectativas sobre eventos futuros, tomadas num ambiente fortemente impactado por choques das mais variadas naturezas (física, climatérica, militar, etc., etc.) que ninguém controla isoladamente. Dadas as analogias e as diferenças entre a biologia humana e a *biologia económica*, será que existe na economia algum mecanismo de recuperação como os anticorpos do corpo humano? Não havendo ou sendo este incapaz de devolver plenamente a saúde ao sistema, existirão políticas públicas capazes de vencer a inflação? Existem tais *medicamentos* na caixa de ferramentas das autoridades públicas? Com que eficácia e contraindicações? São estas as questões que o presente capítulo procurará esclarecer, com aprofundamento sobre a capacidade da política orçamental no Capítulo 7.

### 6.1 Tratamento natural

**85. A economia é um organismo vivo, complexo e dotado de alguma capacidade de autorrecuperação perante a emergência do problema inflação.** A inflação é o resultado de desequilíbrios entre procura e oferta em inúmeros mercados. No fundo, quando, por qualquer razão, se abre um desvio entre ambas a ponto de a quantidade procurada exceder a quantidade oferecida, o preço do bem em causa sobe. Ocorrendo este fenómeno, este desequilíbrio, ao mesmo tempo num número suficientemente elevado de mercados, um indicador que agregue muitos desses preços (que se poderá designar apropriadamente como índice de preços no consumidor) há de forçosamente deixar um rasto de variação positiva entre períodos consecutivos para os estatísticos medirem. Estes declaram então a existência da doença, a existência de inflação.

**86. A subida de preços não irá deixar indiferentes os compradores e os vendedores.** Eles reconhecem na subida do preço o sinal de excesso de procura. Para quem costuma ser comprador do bem em causa, interessa reduzir a quantidade procurada a fim de minimizar a perda no lucro (se for empresa) ou na utilidade (se for indivíduo consumidor). Simultaneamente, os agentes com capacidade de produção intuem na subida do preço um sinal para aumentarem a quantidade oferecida a fim de aproveitarem a maior rentabilidade em cada unidade vendida. Enquanto a unidade marginal for vendida a um preço superior ao seu custo, compensa a estes agentes expandirem a quantidade oferecida. Assim, o excesso inicial de procura tende a diminuir à medida que os compradores reduzem a quantidade procurada e os vendedores aumentam a quantidade oferecida. A diminuição progressiva no excesso de oferta é acompanhada, claro está, de redução no preço do bem. Quer dizer, a situação no mercado deste bem exemplificativo vai tender para um novo equilíbrio, uma nova situação de repouso caracterizada por igualdade entre a quantidade procurada e a quantidade oferecida. Neste ponto,

cessam as pressões para mais variações no preço. Um exemplo atual pode ser o do mercado do petróleo. Com o barril a 60 dólares, as extrações a partir do xisto não são lucrativas. Todavia, com expectativas do crude a mais de 100 dólares, haverá com certeza muitas explorações a reabrir, trazendo um aumento na quantidade oferecida para o mercado. Poderá levar um ano ou ano e meio a reabilitar explorações que haviam sido encerradas nos últimos anos, mas a quantidade extraída subirá e o preço baixará.<sup>28</sup> Generalizando o raciocínio para a generalidade dos mercados de bens e serviços, pode concluir-se que a inflação contém em si um germe capaz de a debelar. Tal como sucede com um vírus no corpo humano: começa por infectar a economia, para algum tempo depois desencadear nesta uma resposta imunitária que acaba por eliminar o vírus.

**87. Este comportamento autocorretor dos mercados também tem semelhanças com os relógios de pêndulo.** Imagine-se o pêndulo numa situação de repouso: não há corda e o pêndulo está parado — ilustração na Figura 1. Uma pancada que abane a caixa do relógio desencadeia movimentos oscilatórios no pêndulo. Os abanões na caixa são como os choques na procura e na oferta agregadas descritos no Capítulo 5 e os deslocamentos no nível geral de preços e no produto de equilíbrio assemelham-se aos movimentos do pêndulo. Com o tempo, as oscilações serão sucessivamente menores, tendendo o pêndulo para a posição de repouso — recorde-se que, por hipótese, o relógio foi deixado sem corda nesta experiência. No espaço das procura e oferta agregadas, também com o tempo os excessos de procura ou oferta tenderão para zero e a economia para uma nova posição de equilíbrio, com inflação nula.

Figura 1 – Relógio de pêndulo



**88. Infelizmente, esta cura natural contra a inflação dura mais tempo do que a generalidade das pessoas prejudicadas gostaria; certamente muito mais tempo de que leva o pêndulo do relógio a parar após o choque que tiver desencadeado o seu movimento.** Em economia, muita gente sofre durante a transição para um novo equilíbrio com preços estáveis. Não querendo entrar em pormenores, há muitas circunstâncias que retardam a eficácia do tratamento natural contra a inflação. Basta lembrar o papel das expectativas na formação dos preços. À medida que se agrava a escalada de preços em categorias de bens de utilização generalizada na economia (como energia, transportes, alimentação), a doença contamina outras categorias de bens até um índice bem diversificado como o IPC ou o IHPC refletir variações anualizadas superiores a 7 ou 8% em módulo. Acresce que, no mundo real, os choques raramente chegam numa única vaga. Quer dizer, as curvas de procura e oferta agregadas sofrem vários deslocamentos por causa de cada tipo de choque explicado no Capítulo 5. É isto, precisamente, o que sucede um pouco por todo o mundo desde meados de 2021. O contágio dá-se por agravamento efetivo dos custos de produção ou por aproveitamento oportunista de poder de mercado. A partir de determinado momento, que já se está a viver, pelo menos, em muitos países da OCDE, os agentes começam a formular expectativas de inflação futura nos processos negociais em curso com clientes e fornecedores. Quando as expectativas num dado momento superam a inflação observada nesse momento, elas induzem mais inflação futura nos contratos, gerando a tão falada espiral inflacionista através da autorrealização das expectativas.

<sup>28</sup> Uma palavra de aviso sobre o preço futuro do petróleo justifica-se. A UTAO não acredita que o preço do barril regresse a patamares de 60 dólares de forma duradoura nos próximos dois ou três anos porque continuarão a existir incentivos para desviar investimento das fontes fósseis para as fontes renováveis de energia primária, ao mesmo tempo que a intermitência destas na produção de eletricidade ditará a continuidade de alguma procura significativa pro petróleo, gás, carvão e urânio. Não se acredita que as dificuldades atuais do processo inflacionário aniquilem a tendência de médio e longo prazos para a descarbonização da economia; poderão atrasar o processo, mas ele é irreversível.

**89. Chegados a esta situação, torna-se muito mais difícil e demorado reverter o processo inflacionário.**

As pessoas começam a reclamar junto dos políticos ações concretas para combater a doença ou, pelo menos, os seus sintomas. O tratamento natural tem este inconveniente: pode chegar demasiado tarde e com demasiado dano social. Porém, como se verá a seguir, isto não significa que existam no arsenal das políticas públicas medicamentos eficazes para curar todas as formas de inflação em pouco tempo e com pouco dano social.

**6.2 Respostas políticas às causas concretas do fenómeno inflacionista em 2022**

**90. Existe um princípio geral em economia segundo o qual um problema deve ser atacado prioritariamente nas suas causas e complementarmente nos seus efeitos.** Trata-se, aliás, de um princípio bem acompanhado pelo senso comum. Aplica-se bem ao problema inflação. Deve-se então começar por pensar se existem respostas de política às causas do fenómeno inflacionário em curso. Ora as causas foram identificadas no Capítulo 5. São elas:

1. Choques expansionistas do lado da procura
  - 1.1. Expansão do consumo privado alimentada pela acumulação extraordinária de poupanças durante a pandemia
  - 1.2. Planos orçamentais expansionistas sincronizados e sem precedentes nas décadas mais recentes levados a cabo por quase todos os países da OCDE
2. Choques contraccionistas do lado da oferta agregada
  - 2.1. Descarbonização
  - 2.2. Encerramento de unidade produtivas por razões de saúde pública (COVID-19)
  - 2.3. Estrangulamentos na cadeia de transportes de média e longa distâncias
  - 2.4. Rupturas na produção e no escoamento de cereais e fertilizantes
  - 2.5. Redução na dotação de trabalho
  - 2.6. Crescendo de desastres naturais (eventos climáticos extremos)
  - 2.7. Guerra na Ucrânia

**91. As causas são globais, pelo que, idealmente, as respostas, a existir, deveriam ser concertadas globalmente.** Um traço identitário do processo inflacionário atual é o de ele estar a acontecer simultaneamente em quase todo o mundo, embora com intensidades diferentes e momentos de arranque diferentes. As causas são iguais, mesmo quando têm origens locais (caso dos choques 1.1, 1.2, 2.1, 2.5 e 2.6) ou estão concentradas noutros territórios (choques 2.2, 2.3, 2.4, 2.6 e 2.7). É a integração económica internacional que faz da inflação em curso um problema internacional. A inflação atual espalhou-se como o vírus SARS-CoV-2 por praticamente todo o mundo. Soluções autárquicas, desenhadas e implementadas por economias de pequena e média dimensão, sem concertação internacional, estão condenadas ao insucesso. Uma economia pequena, como Portugal, não dispõe de qualquer instrumento de política capaz de atuar com eficácia (acabar com a inflação em 24 meses) sobre nenhuma das causas acima; mesmo que anulasse o seu Plano de Recuperação e Resiliência, continuaria a sofrer escassez de bens nas áreas por ele estimuladas porque os outros Estados da OCDE continuariam a pressionar esses mercados no sentido inflacionista. Os principais motores da inflação doméstica estão no exterior e ela é largamente trazida de fora para dentro, seja nas compras de bens e serviços, seja através dos fluxos de pessoas não-residentes que fazem turismo ou compram ativos reais em Portugal. Uma economia pequena ou média com soberania monetária conseguirá, em tese, combater as causas 1.1 e 1.2, mas os danos colaterais no emprego e no rendimento serão tremendos se a parte fundamental da inflação assentar na oferta agregada. E países grandes ou blocos regionais, terão eles capacidade para atacar com sucesso as causas acima?

**92. Pense-se, para começar, nas causas inflacionistas do lado da procura. Que instrumentos poderão os países grandes ou blocos regionais com a dimensão da Área do Euro ter para atacar as causas acima recordadas?** À cabeça, ocorre a política monetária. Dentro da sua caixa de ferramentas, há instrumen-

tos normalmente eficazes para retirar poder de compra tanto à procura privada como à procura pública. A próxima secção explicará como, mas também sublinhará o seu défice de eficácia perante as demais causas em presença. Os bancos centrais dispõem de vários instrumentos capazes de provocar choques contraccionistas na procura agregada, reduzindo a pressão ascendente sobre o nível geral de preços, incluindo os preços no consumo. A política orçamental é a responsável pelo choque 1.2. Os planos de expansão orçamental em massa foram concebidos com uma boa intenção há cerca de dois anos quando imperava o medo sobre o estado do emprego e do rendimento nos anos pós-COVID. Se soubessem então o que sabem hoje acerca da resiliência das economias e da pujança da recuperação dos agentes privados, porventura a UE e os EUA teriam sido muito mais moderados na escala dos planos. Claro que ainda está nas suas mãos reduzir a ambição dos mesmos, alongando o tempo de execução dos envelopes financeiros ou reduzindo o tamanho dos envelopes. Porém, os governos em funções receiam perda de popularidade se derem um passo atrás face aos compromissos assumidos, depois de tanto terem lutado publicamente para colocar os planos no terreno. Todavia, se houver uma concertação de posições entre os dois blocos e, no caso europeu, entre Estados-Membros, para um ajustamento realista aos planos, esses custos políticos poderão ser atenuados e trazer alguma capacidade de fogo acrescida à luta anti-inflação. Ainda para contrair a pressão da procura agregada sobre os preços, há uma solução política não-canónica, que será seguramente eficaz a retirar despesa do mercado hoje e a deslocá-la para o futuro. Trata-se da adoção de uma política de encerramento dos consumidores em casa como a que a China praticou até final de 2022 para, alegadamente, evitar o reacendimento de focos epidémicos de SARS-CoV-2. O artigo Hale (2022) dá conta do efeito anti-inflacionista da abordagem COVID-zero das autoridades de saúde chinesas.<sup>29</sup> Todavia, não parece que as sociedades ocidentais adiram facilmente a este meio heterodoxo de travar a inflação. Em qualquer caso, como o mundo descobriu em 2021 e 2022, a poupança forçada no curto prazo pelos encerramentos iria sempre desaguar em choque expansionista em anos futuros. O consumo chinês deverá crescer em 2023 e 2024 pelas mesmas razões que cresceu em 2021 e 2022 na geografia OCDE e isso não deixará de ter alguns reflexos na procura global dirigida à produção desta.

**93. E quanto às causas do lado da oferta? Aqui as dificuldades são ainda maiores, e só os grandes blocos regionais (EUA, Rússia e China incluídos) terão algum instrumento eficaz.** Comece-se por analisar a causa descarbonização. O dióxido de carbono é o gás que mais contribui para o efeito de estufa na atmosfera terrestre (estima-se que em cerca de 60%) e, por isso, é o que dá o nome ao movimento em curso a escalas territoriais cada vez maiores para travar as alterações climáticas, mas não é o único gás cujas emissões excessivas estão a desequilibrar o clima.<sup>30</sup> As principais fontes fósseis de energia primária que o mundo utiliza são o petróleo, o gás natural, o carvão e o urânio. Porém, só as três primeiras libertam Gases com Efeito de Estufa (GEE) em quantidade apreciável. Foi longo o processo de credibilização das políticas desincentivadoras da produção energética partir de combustíveis emitentes de GEE, mas consolidou-se na década passada. Muitos produtores de energia e construtores automóveis deslocaram recursos financeiros das atividades consumidoras de fontes fósseis (incluindo o urânio, mas por razões de

<sup>29</sup> HALE, Thomas (2022), "[China factory gate prices contract for first time since 2020](#)", Financial Times, 9 de novembro. "China's factory gate prices fell into deflationary territory last month for the first time since 2020 and consumer prices rose less than expected, in further signs of the damping effect of Covid-19 lockdowns on domestic demand. (...) The consumer price index rose 2.1 per cent, missing forecasts of 2.4 per cent. (...) While global economies have grappled with soaring prices over the past year, inflation in China has remained subdued as persistent Covid restrictions intended to eliminate the virus have constrained consumer activity." Os canais através dos quais o encerramento forçado de empresas e a quarentena da população reprimem o nível geral de preços são explicados no artigo.

<sup>30</sup> A estabilidade da temperatura no planeta Terra depende das emissões dos chamados Gases com Efeito de Estufa (GEE). De toda a energia solar dirigida ao planeta Terra, a superfície terrestre apenas consegue absorver cerca de 48% e a atmosfera capta cerca de 23%. A parcela restante é perdida para o espaço. A vida das espécies tal como hoje é conhecida precisa de mais calor do que aquele que a superfície da Terra consegue absorver. As emissões de GEE são naturais, absorvem uma parte dos raios solares e irradiam-nos pela atmosfera, fornecendo o calor adicional necessário à estabilização das temperaturas. Por isso, o efeito de estufa, em si mesmo, é bom para o clima e a vida no planeta. O problema está no aumento duradouro das emissões acima dos níveis históricos da era pré-industrial. A intensificação do efeito de estufa assim provocada é que é prejudicial: põe em marcha uma mudança global no clima que, não sendo travada a tempo, levará a um novo equilíbrio com muitos fenómenos extremos e temperatura média do ar acima da que foi conhecida nas últimas centenas de anos (causando aumento no nível da água dos oceanos, desertificação de extensas áreas terrestres e alteração no regime das chuvas). A subida nas emissões de GEE, diz a ciência, está a ser provocada por ações humanas. Produção de energia a partir de fontes fósseis de energia primária, deflorestações, queimadas, certas formas de exploração pecuária, cultivo de arroz, gestão de resíduos, etc.. O dióxido de carbono representará cerca de 60% das emissões de GEE, mas há muitos outros e alguns com maior carga danosa do efeito de estufa. Para mais informação, ler, por exemplo, [United Nations Environment Programme \(2022\)](#), [Parlamento Europeu \(2022\)](#), [Proclima \(2022\)](#) e [Agência Portuguesa do Ambiente \(2022\)](#), fontes acedidas em 10 de agosto de 2022.

segurança e saúde pública e não tanto por causa do efeito de estufa) para atividades baseadas em fontes renováveis, respondendo, assim, aos estímulos do mercado, em larga medida agitados por instrumentos de política pública (fiscais, regulamentares, e campanhas de sensibilização). Parece evidente que um passo atrás credível no processo de descarbonização, com o levantamento dos desincentivos à produção de energia com GEE, levaria a uma reorientação no sentido contrário dos fluxos de investimento, contribuindo a prazo para o aumento da oferta de combustíveis fósseis e o conseqüente embaçamento dos mesmos e dos produtos com eles produzidos. Mas esta abordagem tem três dificuldades para poder ser operacionalizada. A primeira é não produzir resultados imediatos no combate à inflação; teriam de passar dois anos mais até os preços do petróleo, do gás natural e do carvão e dos produtos com eles obtidos caírem com significado. Na realidade, a marcha-atrás até traria mais inflação nos primeiros trimestres porque o maior recurso ao petróleo e ao gás natural para produzir eletricidade e combustíveis para transporte iria agravar o excesso de procura que já existe. A segunda dificuldade é a contradição fundamental perante um problema ainda mais sério do que a inflação: alterações climáticas. Aquela prejudica as gerações atuais durante alguns anos e não mata ninguém, enquanto estas já matam milhares de pessoas todos os anos e põem em risco a sobrevivência a longo prazo da própria espécie humana em muitas partes do planeta. A segunda dificuldade conduz à terceira: consenso político. Uma vez mais, para ser eficaz no combate à causa da inflação, a travagem na descarbonização teria que ser assumida pelos principais blocos geográficos mundiais. Tem sido tão difícil trazer a Rússia, a China, a Índia e os próprios EUA para a autolimitação das suas capacidades competitivas a curto e médio prazos na economia global em nome da sustentabilidade do planeta, que, uma vez levantadas estas restrições, será muito mais difícil no futuro voltar a consensualizar o combate às alterações climáticas. Ainda mais no ambiente de transformação estrutural das relações geoestratégicas que está em curso, com enorme incerteza sobre qual será o seu ponto de chegada. Resumindo, abandonar a descarbonização está fora de causa, embora algum recurso acrescido a fontes fósseis possa ser útil na fase de transição por causa das dificuldades no armazenamento da energia produzida a partir de fontes renováveis. A médio e longo prazos, o sucesso na transição energética diminuirá substancialmente o contributo dos recursos fósseis para a variação dos IPC. Iniciativas diplomáticas junto de produtores de petróleo e gás natural com vista ao aumento da oferta global ou à substituição dos fornecedores russos inserem-se nesta linha. Terão um efeito limitado na contenção dos preços da energia nos mercados internacionais, mas poderão atenuar a dependência da UE face ao gás e ao petróleo russos.

**94. A generalidade dos países pouco pode fazer para reverter os choques contraccionistas 2.2, 2.3 e 2.4.** Estas causas afetam todos, mas manifestam-se num número reduzido de jurisdições políticas. O ano de 2022 trouxe notícias de novos encerramentos de fábricas em várias partes da China em virtude do ressurgimento de surtos epidémicos e da política chinesa de tolerância zero para com a COVID-19. O que é que as instituições políticas da Europa, dos EUA, dos países africanos e dos vizinhos asiáticos podem fazer para impedir estes encerramentos e as conseqüentes ruturas nas cadeias globais de abastecimento? Pouco mais do que nada. O mesmo se pode dizer dos estrangulamentos no transporte de mercadorias que ainda vão acontecendo nalguns portos e aeroportos internacionais e na frequência dos camiões TIR. São fenómenos localizados, com causas territorialmente delimitadas, sobre as quais as autoridades dos países terceiros não têm capacidade de intervenção. As ruturas na produção de fertilizantes e certos bens alimentares, com destaque para os cereais, estão na mesma situação. Já aconteciam antes da guerra na Ucrânia e não é só nos territórios dos países beligerantes que as ruturas têm acontecido. Secas, inundações, tornados e restrições protecionistas (Índia, por exemplo, proibiu as suas próprias exportações em maio último) estão na base da escassez de cereais nos mercados e do seu encarecimento. As razões por detrás do encarecimento significativo dos fertilizantes (potássio, fósforo, nitrogénio, entre outros), que restringe a quantidade e inflaciona os preços ao longo de toda a cadeia de produção alimentar, são semelhantes: destruição de fábricas e produtos armazenados em virtude de eventos climáticos extremos (exemplos norte-americanos [aqui](#)), restrições à exportação por parte de grandes produtores mundiais (China e Rússia, por exemplo), inoperacionalidade do gasoduto de amoníaco russo-ucraniano, e o efeito das sanções ocidentais à Bielorrússia (outro produtor à escala global) e, mais recentemente, à Rússia. Os arsenais de política monetária e orçamental nada contêm para contrariar estas causas de inflação. Pela natureza das mesmas, a política diplomática tem alguma vocação para amenizar sanções e restrições voluntárias à exportação. Mas é pouco crível que haja sequer vontade política na UE, nos EUA e nos seus aliados tradicionais para mobilizar os seus instrumentos diplomáticos nesse sentido, tamanha é a complexidade dos desafios geoestratégicos com que o mundo

atual está confrontado. As tensões Leste-Oeste e as disputas de soberania na Europa Oriental e no Mar da China estão ao rubro e complicam qualquer negociação sobre levantamento de sanções e restrições. Finalmente, também se poderia pensar que os EUA, a UE como um todo, a Índia e a China teriam capacidade diplomática para conseguir condições comerciais mais favoráveis para comprar as *commodities* em falta junto de produtores árabes e em países em desenvolvimento. São conhecidas algumas iniciativas desse género em 2022. Porém, este é, a curto e a médio prazos, um jogo de soma nula porque os blocos estarão todos a competir pela mesma escassez.

**95. Não há respostas eficazes à escala nacional para problemas internacionais como o desequilíbrio demográfico entre o mundo desenvolvido e o mundo em desenvolvimento e os eventos climáticos extremos — a cooperação internacional, promissora a longo prazo, não será eficaz a curto e médios prazos.** A queda estrutural na oferta de trabalho das economias desenvolvidas não se resolve sem uma combinação harmoniosa de políticas nacionais e cooperação internacional deliberada entre os países com escassez de mão-de-obra e os países com excesso de mão-de-obra. Precisa, também, de décadas para produzir resultados, seja a nível da natalidade da população indígena nas economias desenvolvidas, seja a nível do acolhimento e da integração de migrantes nas mesmas. Logo, não é realista esperar do arsenal de políticas públicas capacidade para combater esta causa de inflação (choque 2.5) nos próximos dois anos. O mesmo se pode concluir acerca da causa 2.6, o crescendo de desastres naturais. A sua eventual redução exige a reversão, ainda que parcial, das alterações no clima responsáveis pelo aumento na frequência e na intensidade dos eventos climáticos extremos.

**96. Por maioria de razão, são ténues, para não dizer inexistentes, as chances de a guerra na Ucrânia terminar dentro de um ou dois trimestres.** Como se argumentou no Capítulo 5, esta guerra não é um choque novo em si mesmo, mas foi e permanece um acelerador de todas as demais causas de contração na oferta agregada de bens e serviços. Se ela terminasse amanhã e de modo credível, haveria, com certeza, uma redução expressiva quase imediata nos indicadores de inflação na maioria das economias, sobretudo nas europeias geograficamente mais próximas da Rússia e da Ucrânia. Esta perspectiva poderá animar a diplomacia internacional, mas a frieza dos interesses geoestratégicos em jogo para alguns países ou blocos importantes não acalenta esperança na paz a curto prazo. Desde logo, qualquer um dos países beligerantes acredita ainda na capacidade de obter ganhos de causa significativos para os seus interesses políticos, entendendo que os benefícios esperados com o prosseguimento da guerra superam os custos do mesmo. OS EUA e a China, as duas superpotências, ainda têm mais a ganhar do que a perder com a continuação das suas posturas perante o conflito: apoio à Ucrânia no primeiro caso e distanciamento atento no segundo. Por ora, o enfraquecimento da Rússia com o esforço de guerra interessa a ambas. A UE, sentindo mais os efeitos negativos da guerra juntos dos eleitores dos seus governos nacionais, será talvez o bloco mais interessado na paz ou, pelo menos, num acordo de cessar-fogo a curto prazo. Porém, sozinha não dispõe de argumentos negociais suficientes para levar os beligerantes a depor as armas.

**97. OS EUA são o maior produtor mundial de petróleo e dispõem de alguma capacidade de influência sobre a formação de preços internacionais e o destino da sua produção.** Os cinco maiores produtores de petróleo em 2021<sup>31</sup> foram, por ordem decrescente e indicando entre parênteses o número de milhares de milhão de barris por dia e as quotas respetivas, em percentagem, na produção mundial, os seguintes: 1.º, EUA (18,88, 20%); 2.º, Arábia Saudita (10,84, 11%); 3.º, Rússia (10,78, 11%); 4.º, Canadá (5,54, 6%); 5.º, China (4,99, 5%). A produção mundial ascendeu a 95,57 mil milhões de barris diários em 2021 e a Figura 2 mostra como ela se distribuiu pelos cinco continentes.<sup>32</sup> Na lista dos dez maiores produtores, não figura qualquer país europeu e o 10.º tem uma quota mundial de 3%. Entre os países consumidores, a lista dos cinco maiores é a seguinte (milhares de milhão de barris por dia e quota em percentagem entre parênteses): 1.º, EUA (20,54, 20%); 2.º, China (14,01, 14%); 3.º, Índia (4,92, 5%); 4.º, Japão (3,74, 4%); 5.º, Rússia (3,70, 4%). O consumo mundial ascendeu 100,23 milhares de milhão de barris diários no mesmo

<sup>31</sup> Nesta contabilidade, *petróleo* compreende petróleo bruto, todos os outros líquidos de petróleo e biocombustíveis. Produção abrange a produção no território nacional de todas as aceções anteriores de petróleo e, ainda, o valor acrescentado das atividades de refinação.

<sup>32</sup> Por curiosidade, refira-se que Portugal contribuiu com 12 milhões de barris por dia para a produção mundial.

ano.<sup>33</sup> O maior consumidor europeu foi a Alemanha, 10.º classificado nesta lista decrescente, com 2,35 mil milhões de barris por dia, a que correspondeu a quota de 2%. Consta-se que a UE não é um jogador influente neste mercado. OS EUA chegaram há poucos anos à posição cimeira enquanto produtor graças às jazidas de xisto e têm, por isso, em tese, capacidade de influência sobre os preços por causa da sua dimensão. A dimensão das suas reservas é também muito expressiva, com gestão sujeita a orientação política. As suas empresas são privadas, mas influenciáveis por decisões da Administração, quanto mais não seja através de incentivos pecuniários. Poder-se-á então pensar que a política pública norte-americana (em colaboração com a canadiana, também um produtor grande e estrategicamente alinhado com os EUA, tradicionalmente) conseguirá fazer baixar um pouco o preço nos mercados internacionais, seja incentivando os produtores privados a perfurarem mais, seja colocando no mercado maiores quantidades da sua reserva estratégica nacional. Contudo, importa notar que os EUA também são o maior consumidor mundial, absorvendo mais barris dos que aqueles que produz. Ora este facto não facilita, em termos de economia política, fornecimentos privilegiados a partir dos EUA para os consumidores europeus.

**Figura 2 – Distribuição mundial da produção de petróleo e derivados, 2021**



Fontes: [US Energy Information Administration](https://www.eia.gov) (EIA), imagem de mapa interativo obtida pela UTAO em 13/10/2022.

**98. Resumindo e concluindo: não há medicamentos eficazes para combater os choques contracionistas do lado da oferta e será necessária uma grande dose de realismo e concertação política dentro da UE e entre a UE e os EUA para reduzir a escala dos planos orçamentais expansionistas.** O mundo vive uma conjuntura para a qual não existem, manifestamente, instrumentos de política atuantes diretamente sobre as causas da inflação que chegou em meados de 2021. O confinamento dos consumidores em casa não é solução politicamente viável para reprimir os preços no curto prazo. O descongestionamento nas relações internacionais daria à política externa uma enorme oportunidade para reverter alguns bloqueios na oferta, mas infelizmente não parece provável que tal venha a suceder nos próximos meses. Até lá, que poderão então a política monetária e a política orçamental oferecer? A que custo? São questões para tratar nas próximas secções.

### 6.3 Política monetária

**99. Esta secção expõe o papel que a política monetária pode ter junto das causas da inflação.** Sendo a política pública com capacidade de intervenção mais próxima das origens, por causa do mandato dos bancos centrais e dos instrumentos de que dispõem, a verdade é que o seu poder de fogo perante processos inflacionários dominados por choques do lado da oferta não é tão forte quanto seria desejável para estabilizar os preços depressa e com baixos custos sociais. A Subsecção 6.3.1 apresenta o objetivo de estabilidade de preços e os instrumentos disponíveis e explica o mecanismo de transmissão de

<sup>33</sup> Cifras extraídas de <https://www.eia.gov/tools/faqs/faq.php?id=709&t=6> em 13/10/2022.

efeitos dos instrumentos às variáveis preços e rendimento na economia real. A Subsecção 6.3.2 apresenta evidência empírica que corrobora a expectativa teórica de a inflação que o mundo desenvolvido vive desde meados de 2021 assentar mais em contributos do lado dos custos de produção do que em contributos do lado da despesa agregada. Este enquadramento retira eficácia à política monetária e exige maior intensidade e, porventura, durante mais tempo na subida das taxas de juro. Do desalinha-mento temporal na postura das autoridades em diferentes zonas monetárias, emerge a valorização do dólar face à generalidade das outras divisas, mostrando a Subsecção 6.3.3 como a alteração nas taxas de câmbio redundava em mais choques inflacionários da oferta e da procura agregadas no Resto do Mundo.

### 6.3.1 Objetivo, instrumentos e impacto na economia real

**100. Os bancos centrais têm, há muitas décadas, a missão de garantir a estabilidade de preços.** Esta missão foi reforçada a partir dos anos 80 do século passado nas reformas orgânicas que pretenderam acabar com o financiamento direto da despesa das Administrações Públicas (AP) através de emissão monetária. A par da separação de poderes entre o Governo e o Banco Central, os estatutos das autoridades monetárias confirmaram e reforçaram o dever de as mesmas usarem os instrumentos ao seu dispor para estabilizar a variação anual do nível agregado de preços em valores positivos, mas inferiores a 3 por cento, na maioria das economias desenvolvidas.<sup>34</sup> Como indicador do nível agregado de preços a tomar como objetivo, foi escolhido um índice que reflete os preços pagos pelos consumidores. Na Área do Euro, o BCE adotou o IHPC e, nos EUA, a Reserva Federal segue o IPC. Em ambos os casos, a meta de médio prazo está estabelecida para o nível mais alto de agregação de bens e serviços (*headline category*). Tal não exclui a utilidade de os bancos centrais acompanharem a evolução do ciclo económico através de índices parciais, entre os quais avulta o nível nuclear (*core level*). Na Área do Euro, trata-se do IHPC sem energia nem produtos alimentares não transformados (deram-se números para Portugal no Gráfico 4).

**101. É através das taxas de juro nos mercados retalhistas de crédito que os bancos centrais almejam estabilizar os preços.** A razão é simples. Os privilégios legais de que estas instituições gozam para poderem ser autoridade emissora e autoridade reguladora do sistema financeiro no seio do espaço monetário em que atuam dá-lhes capacidade de influenciar a formação das taxas de juro que as famílias, as empresas e as AP pagam pelos seus empréstimos. Isto é verdade para os empréstimos bancários, mas também para os empréstimos obrigacionistas. A subida das taxas de juro é um choque contraccionista do lado da procura. Reduz a despesa agregada em bens e serviços. É fácil explicar a razão. Ao terem que gastar mais euros para servir a dívida que já contraíram e os novos empréstimos que venham a contrair, os devedores ficam com menos rendimento disponível para comprar bens e serviços, qualquer que seja o nível geral de preços. Ora isto configura uma contração na procura agregada, um deslocamento para a esquerda e para baixo na curva de procura agregada. É este efeito que se mostra na Figura 6 do Anexo B. Tudo o resto igual, o crescimento do PIB desacelera e a taxa de inflação, medida pelo deflator do produto, também. A Secção B.2 demonstra tecnicamente este argumento. A forte correlação entre variação do deflator do produto e variação dos preços no consumo assegura a diminuição da taxa de inflação segundo o IHPC e o IPC.

**102. Os bancos centrais utilizam, essencialmente, três tipos de instrumento para influenciar a formação das taxas de juro.** São as taxas de juro diretoras, as operações nos mercados de títulos e a credibilidade da política comunicacional. Os próximos parágrafos explicam, sucintamente, o mecanismo através do qual os impulsos (ou uso dos instrumentos) da política monetária se transmitem às taxas de juro no mercado retalhista. O parágrafo anterior explicou como é que variações nestas taxas de juro impactam na economia real.

<sup>34</sup> Esta é a parte comum à maioria dos bancos centrais no mundo desenvolvido. Nos EUA, a autoridade monetária também tem o objetivo de emprego máximo e taxas de juro de longo prazo moderadas. Ver parágrafo de abertura ("What are the goals of monetary policy") na página-e do banco central norte-americano sobre [política monetária](#). O [banco central da Austrália](#) tem como objetivo manter a inflação nos preços enfrentados pelos consumidores na banda de 2% a 3% ao ano.

**103. As taxas diretoras impactam nas taxas de juro dos mercados retalhistas de crédito usando os bancos comerciais como intermediários na relação do banco central com os devedores na economia real.**

Trata-se de taxas de juro fixadas por decisão administrativa unilateral do banco central para remunerar os depósitos da banca comercial no banco central e para remunerar o banco central pelos empréstimos que este concede à banca comercial. A banca comercial é um intermediário entre o banco central e as instituições da economia real: famílias, empresas e AP. Ao subir a remuneração paga aos bancos comerciais pelos depósitos destes na autoridade monetária, aqueles sentem-se incentivados a depositar mais e a ficarem, portanto, com menos reservas livres para emprestar à economia real. Havendo menos oferta de crédito, as taxas de juro no retalho sobem. Outra forma de conseguir este resultado é subindo o preço que os bancos comerciais têm de pagar pelos empréstimos que obtiverem do banco central (ou tenham obtido e ainda estejam vivos). A subida do custo do dinheiro na origem irá incentivá-los a aproveitar o poder negocial nos mercados retalhistas para agravar as taxas de juros dos empréstimos que concedem (ou concederam e se mantêm vivos). Dado que os bancos também emprestam dinheiro entre si (no mercado interbancário, onde, por exemplo, a taxa Euribor é formada), as taxas diretoras também influenciam o preço do crédito que uns bancos concedem aos outros e, por esta via, as taxas de juro que cada um cobra aos seus clientes.

**104. O segundo tipo de instrumentos é o papel do banco central como agente nos mercados de títulos financeiros.**

Sendo o emitente exclusivo da moeda com curso legal nestes mercados e o prestamista de última instância, o banco central é um agente grande e com poder de influência significativa na formação dos preços dos ativos que transaciona. Estes ativos tanto podem ser títulos da dívida pública como títulos representativos de dívida privada e até de capital de empresas, emitidos em qualquer moeda. De uma maneira geral, cada banco central tem maior exposição aos títulos denominados na moeda que emite e é sobre eles que tem mais capacidade de influenciar os preços. Por exemplo, se o Banco de Inglaterra pretender baixar as taxas de juro da dívida pública britânica através de operações de mercado, deve posicionar-se nos mercados em que a maturidade pretendida é transacionada comprando quantidades apreciáveis de obrigações do Tesouro britânico (*guilts*). Compra títulos vendendo a libra esterlina que ele próprio emite, pelo que é tido pelos outros agentes no mercado como um operador de “bolsos fundos”. Compras substanciais em pouco tempo elevam o preço dos títulos, como em qualquer mercado real. No caso das obrigações de taxa fixa transacionadas no mercado secundário, a subida do preço significa diminuição da rentabilidade oferecida aos seus detentores. Por outras palavras, aquela operação de compra faz baixar a taxa de juro que o mercado primário exigirá para próximas emissões de dívida do Tesouro de Sua Majestade e provocará um efeito de contaminação descendente sobre os sucedâneos próximos do *guilt* naquela maturidade, incluindo títulos de dívida privada. Querendo fazer subir as taxas de juro pagas por emitentes de dívida titulada, o banco central fará intervenções simétricas: vendas de títulos do seu balanço contra aquisições da moeda que ele próprio emite, assim a retirando da circulação (secagem de liquidez). Estas operações financeiras repercutem-se nos mercados de bens e serviços (economia real, portanto): no caso da venda de títulos, a procura agregada diminui porque baixa o *stock* de moeda na posse do público e também porque o público endividado fica com menos rendimento disponível para comprar bens e serviços, à medida que o processo de contaminação ascendente das taxas de juro retalhistas atinge os seus instrumentos de dívida.

**105. O terceiro tipo de instrumento é a credibilidade da palavra do banco central.**

Tal como sucede em muitos outros domínios da vida em sociedade, às vezes basta a afirmação firme de um jogador poderoso, levada a sério pelos demais, para conseguir o mesmo resultado que o emprego dos instrumentos formais poderá garantir. A credibilidade do banco central nos mercados financeiros é muito importante. Foi por isso que as taxas de juro Euribor e todas as retalhistas a elas indexadas começaram a subir vários meses antes de o BCE ter iniciado a subida de taxas diretoras<sup>35</sup> e a suspensão das compras líquidas de títulos de dívida pública. O mercado interpretou sucessivas declarações públicas da Presidente e de membros influentes do Conselho de Governação ao longo do segundo trimestre deste ano como uma mudança para valer na orientação da política monetária que se instalara desde novembro de 2011 (evidência e explicação na Caixa 2). A política comunicacional faz uso da persuasão para influenciar as expectativas dos agentes. Em todos os mercados os agentes racionais utilizam para proveito próprio

<sup>35</sup> A primeira decisão de subida aconteceu na reunião de 27 de julho de 2022.

o que esperam que venha a acontecer e este fenómeno da vida desenrola-se com rapidez paradigmática nos mercados financeiros. Estes vivem de novidades e da capacidade dos operadores para antecipar alterações no contexto em que atuam. Se um deles recebe uma notícia credível sobre possível subida futura de taxas de juro diretas ou venda de títulos por parte da autoridade monetária (em qualquer caso, uma ameaça de descida iminente nos preços dos ativos na carteira do agente), irá apressar-se a vender os títulos que detém enquanto os preços respetivos estão altos. À medida que a palavra se espalha, todos se irão comportar da mesma maneira e os preços de equilíbrio nos mercados relevantes caem mesmo e as taxas de juro sobem mesmo e depressa. Isto desencadeia, como no caso dos outros instrumentos da política monetária, a transmissão de efeitos à economia real, que é o objetivo último do banco central para cimentar a estabilidade de preços.

### 6.3.2 As causas do processo inflacionário atual e a angústia dos decisores monetários

**106. Os instrumentos da política monetária não são muito eficazes para combater a inflação que o mundo vive há quase oito trimestres, mas, infelizmente, não há melhor.** O Capítulo 5 explicou as causas do surto inflacionário em curso. Identificou dois choques expansionistas do lado da procura e sete choques contraccionistas do lado da oferta de bens e serviços. Como se justificou na secção anterior, os instrumentos da política monetária atuam sobre a inflação através da procura agregada. Eles são poderosos quando as causas dominantes da inflação são choques expansionistas da procura. Estes aceleraram o crescimento dos preços, mas também aceleram a expansão do PIB. Nestas circunstâncias, a subida das taxas de juro por parte dos instrumentos monetários atua relativamente próximo da origem, das causas do problema que se quer debelar: contrai a procura que se havia expandido demais e a aceleração do PIB nos meses ou trimestres anteriores à intervenção dão ao banco central uma margem de manobra acrescida para retrair a procura sem trazer a atividade económica para zona de recessão. A capacidade terapêutica da política monetária é, por isso, tanto maior quanto mais dominantes forem os choques expansionistas da procura. Sendo a inflação nas economias desenvolvidas causada simultaneamente por choques com efeitos complementares sobre os preços e contraditórios sobre o nível de atividade, serão os da procura choques dominantes?

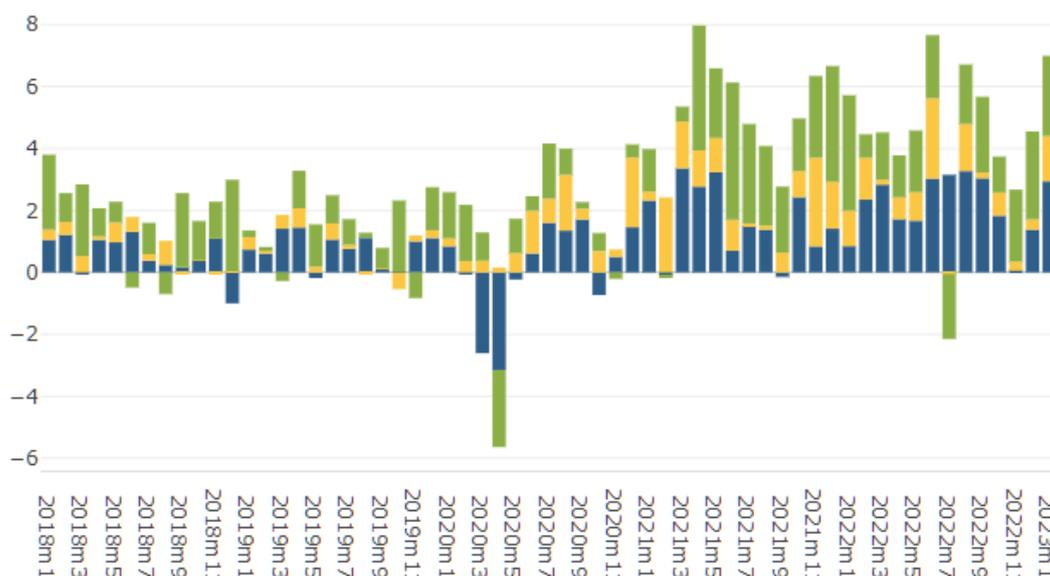
**107. Há evidência empírica de que as contrações da oferta agregada têm dominado as expansões da procura no processo inflacionário em curso.** Vários estudos aplicados têm tentado medir a contribuição relativa de determinantes da procura e da oferta agregadas para a taxa de inflação. Shapiro (2022)<sup>36</sup> é uma dessas investigações, conduzida sobre o desempenho da economia norte-americana. Mede a inflação através da taxa de variação anualizada da série mensal do IPC. É um trabalho econométrico que cobre todo este século. O Banco da Reserva Federal de São Francisco está a atualizar periodicamente os resultados, acrescentando a cada 30 dias um mês adicional de resultados à Figura 3. Os dados entretanto recolhidos não deixam dúvidas quanto ao tipo de choque que mais está a contribuir para esta taxa de inflação nos EUA. A inflação desde julho de 2021 é maioritariamente causada por fatores do lado da oferta (*cost-push inflation*).

**108. Não há razões para crer que a situação seja qualitativamente diferente na Área do Euro.** Os contributos dos custos da produção interna também serão dominantes, embora com uma composição plausivelmente diferente. O mercado de trabalho esteve bem mais quente nos EUA em 2021, pelo menos até agosto de 2022, do que na Europa. A Europa está a ser mais atingida pela escassez e pelo encarecimento das matérias-primas e produtos intermédios energéticos do que o outro lado do Atlântico. Portanto, faz sentido acreditar que o contributo dos custos energéticos (do trabalho) para o IHPC na Área do Euro seja maior (menor) do que para o IPC nos EUA.

<sup>36</sup> SHAPIRO, Adam Hale (2022), "[How Much Do Supply and Demand Drive Inflation?](#)", *FRBSF Economic Letter*, Federal Reserve Bank of San Francisco, vol. 2022, n.º 15, pp. 1-06, 21 de junho. Descarregado em 03/10/2022.

**Figura 3 – Contributos da oferta e da procura para a taxa mensal anualizada da inflação nos EUA, janeiro de 2018 a janeiro de 2023**

Unidade: percentagem (eixo vertical esquerdo)



Fontes: Reprodução pela UTAO do gráfico atualizado mensalmente no sítio de [investigação económica](#) do *Federal Reserve Bank of San Francisco*, extração em 21/03/2023; metodologia e gráfico original em Shapiro (2022). | Notas: a análise usa o IPC norte-americano (média de todas as categorias de bens e serviços) e as taxas respetivas de variação mensal ao longo dos últimos 12 meses. A verde (azul) estão assinalados as magnitudes das contribuições da oferta (procura) para a taxa de inflação anualizada em cada mês. A cor amarela assinala a importância relativa de fatores com origem ambígua.

**109. O custo social de repor a estabilidade de preços pela via monetária é, assim, potencialmente mais elevado nos dois lados do Oceano Atlântico.** Por custo social, entenda-se a perda de rendimentos no sector institucional das famílias que, no mínimo, o abrandamento do PIB e, no máximo, a recessão económica trarão à medida que a procura agregada for sendo contraída pela subida das taxas de juro nos mercados retalhistas. Sendo a inflação maioritariamente causada pelos choques contraccionistas da oferta, a subida das taxas de juro terá que ser mais agressiva e prolongada para conseguir trazer a taxa de inflação para próximo de 2% do que se estes choques não existissem.

**110. Os decisores monetários estão perante uma dúvida angustiante:** qual será o montante de sacrifício social que a política monetária terá de causar para trazer a inflação de volta ao intervalo da estabilidade desejada, entre aproximadamente 1% e 2,5%? A análise formal na Secção B.2 mostra que a economia tenderá para um novo equilíbrio macroeconómico com a variação do deflator do produto naquele intervalo e um crescimento do PIB relativamente benigno (taxa  $\hat{Y}^2$ , ritmo de aterragem suave) ou um crescimento do PIB francamente mau, negativo (taxa  $\hat{Y}^3$ , ritmo de aterragem perigosa).

**111. Ninguém sabe ainda como terminará a luta contra a inflação. Mas saber que ela é primordialmente causada por agravamento dos custos de produção não é uma boa notícia para a eficácia do tratamento monetário.** Os dados conhecidos em fevereiro de 2023 sobre [o IPC nos EUA](#) e [o IHPC na Área do Euro e em Portugal](#) não deixam margem para dúvidas quanto à persistência do fenómeno inflacionário. Os preços da energia junto dos consumidores, mesmo com subsídios, continuam a subir e [a inflação a alastrar para todas as demais categorias de bens](#). As taxas “core” ou subjacentes continuam a acelerar. A posologia monetária terá, seguramente, que ser reforçada. Enquanto os indicadores de resiliência da economia real (crescimento do PIB real, taxa de desemprego, indicadores avançados de conjuntura) se mantiverem relativamente favoráveis (e é ainda esse o caso nos EUA, no Japão, na Austrália, na Área do Euro no início de 2023), são de esperar subidas mais frequentes e pronunciadas de taxas diretoras, mais operações de encolhimento do balanço e tonalidade de falcão na comunicação institucional por parte dos bancos centrais. Pelo menos, é esta a orientação que se espera do mandato de estabilização de preços que todos têm. Claro que pode haver surpresas pelo caminho que exijam ponderar o ritmo das próximas decisões, mas a credibilidade dos bancos centrais como garantes da estabilidade de preços estará no fio da navalha. Até ver, a instabilidade financeira que se manifestou na primeira quinzena de março de 2023 localizada nalguns bancos norte-americanos de dimensão intermédia e no *Crédit Suisse* não comprometeu este rumo.

### 6.3.3 Apreciação do dólar e choques adicionais de inflação no Resto do Mundo

**112. Os diferenciais de taxas de juro causam alterações nas taxas de câmbio.** Uma taxa de câmbio é sempre a medida do preço relativo de duas moedas. A taxa de câmbio do dólar expressa em euros mede o preço da moeda norte-americana relativamente ao euro. Se o preço de um dólar passar de 0,9 euros para 1,1 euros, isso quer dizer que o dólar ficou relativamente mais caro: com o novo nível desta taxa de câmbio, são precisos 110 cêntimos de euro para comprar um dólar quando, anteriormente, bastavam 90 cêntimos de euro para a mesma compra. Os preços das moedas são transacionadas nos mercados cambiais, espaço onde pessoas que desejam comprar uma moeda e vender outra encontram outras pessoas com vontade simétrica. Existem procura e oferta de moeda estrangeira contra moeda nacional, essencialmente, porque existe comércio internacional de bens, serviços e capitais. Os importadores de bens e serviços procuram moeda estrangeira para poderem pagar aos seus fornecedores no estrangeiro e os exportadores de bens e serviços oferecem moeda estrangeira para poderem remunerar em moeda nacional os fatores de produção residentes. De igual forma, os investidores residentes procuram moeda estrangeira quando querem comprar ações e obrigações emitidas em moeda estrangeira e vendem moeda estrangeira quando querem transferir as suas aplicações nesses ativos para títulos denominados em moeda nacional. Em termos empíricos, as transações nos mercados de títulos são a causa dominante das alterações nas taxas de câmbio. É por isso que a subida nas taxas de rentabilidade de títulos emitidos em dólares norte americanos acima dos níveis prevaletentes na Área do Euro para aplicações com maturidade e risco semelhantes provoca, geralmente, um movimento de apreciação do dólar face ao euro.

**113. A falta de sincronismo nas decisões de política monetária entre os EUA e as outras áreas monetárias apreciou o dólar norte-americano (USD) face à generalidade das grandes moedas do Mundo.** A Reserva Federal norte-americana (FED) adotou um discurso anti-acomodatício e anunciou o início da redução no ritmo de aquisições líquidas de ativos em [3 de novembro de 2021](#) e declarou a primeira subida de taxas diretoras em [16 de março de 2022](#), bem antes do BCE e outros bancos centrais alterarem também a sua postura. Só em 21 de julho de 2021 o BCE fez o mesmo, tendo antecipado ao mercado a mudança de orientação no mês anterior. De então para cá, as taxas de rentabilidade dos títulos norte-americanos subiram bem mais do que na Europa, no Japão, na China, no Reino Unido e em muitas outras praças financeiras. A recomposição de carteiras a favor de ativos denominados em dólares tem levado a grande procura desta moeda e à sua conseqüente apreciação face às outras divisas. O Gráfico 10 mostra como tem evoluído o preço do USD contra um cabaz de seis moedas ocidentais nos últimos cinco anos.

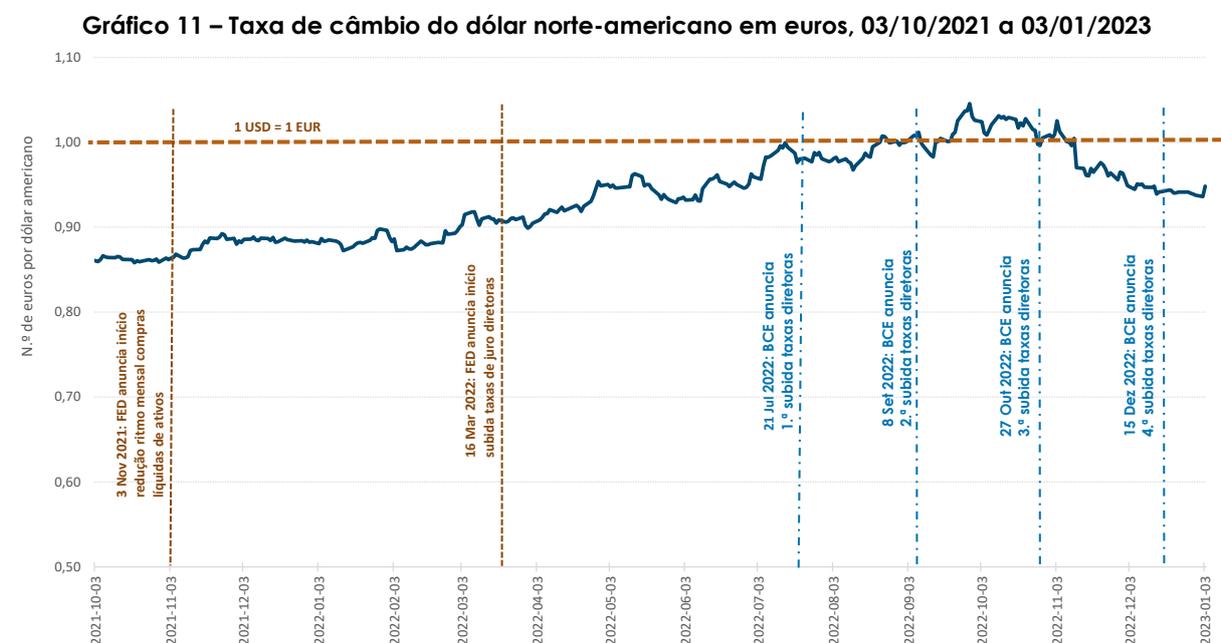
**Gráfico 10 – Índice do dólar norte-americano (DXY) nos últimos cinco anos**  
(1973 = 100, cotações entre 26/03/2018 e 21/03/2023)



Fontes: *Trading Economics*, Índice DXY, imagem capturada em 21/03/2023 pela UTAO no sítio <https://tradingeconomics.com/dxy:cur>. | Notas: este índice é uma taxa de câmbio do dólar norte-americano. Mede o seu preço relativamente a um cabaz de moedas estrangeiras, com os seguintes pesos desde 2002: euro, 57,6%; iene, 13,6%; libra esterlina, 11,9%; dólar

canadiano, 9,1%; coroa sueca, 4,2%; e franco suíço, 3,6%. Quando sobe (desde), o índice diz que o dólar se está a reforçar (deteriorar) relativamente ao cabaz.

**114. É notória a apreciação da moeda norte-americana entre o início de 2021 e novembro de 2022.** O Gráfico 11 ilustra o mesmo tipo de movimento do USD face ao euro, numa janela temporal mais curta. Até novembro de 2022 evidencia a depreciação do euro face ao dólar. Embora não seja uma prova de causalidade, é interessante notar em como a taxa de câmbio evoluiu nos dias em torno das datas de anúncio de medidas marcantes da nova orientação monetária pela FED e pelo BCE.



**115. A apreciação do dólar causou o encarecimento de importações materialmente importantes, as chamadas commodities.** Há determinados bens cujos preços de referência são formados em dólares nos mercados internacionais, independentemente da jurisdição monetária em que são produzidos. O preço do trigo cultivado na Rússia para exportação, por exemplo, é formado na bolsa especializada de Chicago (*Chicago Board of Trade*). O mesmo sucede com outros cereais, os fertilizantes agrícolas, o alumínio, o cobre, o petróleo, a gasolina, o gasóleo e, claro, o gás natural. Portanto, quando o dólar se aprecia face ao euro, por exemplo, todos estes produtos ficam mais caros para as empresas europeias que os utilizam na produção de outros bens e serviços. As Secções 5.2 e B.1 já explicaram o que é que a subida na origem dos preços daquelas matérias-primas e produtos intermédios causou no mercado dos bens e serviços finais de uma economia como a da Área do Euro: choques contraccionistas na oferta agregada. Agora, fica a perceber-se que a depreciação do euro acrescentou mais um choque contraccionista do lado da oferta. Mas os efeitos no espaço "taxa de inflação / taxa de crescimento do PIB" não se ficaram por aqui. A depreciação do euro, ao agravar o preço em moeda nacional das importações denominadas em dólares, fez diminuir a procura de importações qualquer que fosse o nível do preço agregado na Área do Euro, o que foi um choque expansionista da procura agregada dirigida aos bens e serviços produzidos na Área do Euro. Mais ainda, a apreciação do dólar tornou as exportações da Área do Euro mais baratas para os clientes com rendimentos formados em dólares (turistas norte-americanos que visitavam a Europa e clientes nos EUA e países com moeda ligada ao dólar), o que também provocou expansão da procura agregada pelos bens e serviços finais produzidos na Área do Euro. Em resumo, a apreciação do dólar causou no Resto do Mundo (Área do Euro incluída) um choque contraccionista na oferta agregada e um choque expansionista na procura agregada. A Secção B.3 formaliza os argumentos neste parágrafo.

**116. Duas razões explicam a reversão parcial da depreciação do euro face ao USD nos últimos quatro meses.** A primeira tem a ver com a magnitude relativa na subida de taxas diretoras pelos dois bancos centrais. Após os EUA terem ganho a dianteira na subida das taxas diretoras no primeiro semestre de 2022, os dois bancos vêm subindo as taxas ao mesmo ritmo desde então. Como o nível absoluto das taxas é maior nos EUA, cada subida igual em pontos base nas duas geografias é proporcionalmente

mais significativa na Área do Euro. Logo, o impulso das taxas diretoras para a taxa de câmbio USD/€ mudou de sinal, pelo que a ligeira apreciação do euro face ao dólar a partir de novembro último não surpreende. A segunda explicação tem a ver com o Japão. Ao longo de 2022, a sua autoridade monetária prosseguiu o rumo acomodatório, mantendo as taxas diretoras a níveis muito baixos em comparação com as fixadas pelos outros bancos centrais de economias grandes. Muitos investidores, de todo o mundo, passaram 2022 a financiar-se a taxa variável em ienes para investir em títulos denominados em USD. Este movimento contribuiu para apreciar o dólar face ao iene. Ora o Banco do Japão no final de 2022 a mudança na sua orientação. A subida de taxas de juro no Japão já está e continuará a queimar a margem de rentabilidade desses investidores demasiado alavancados em dívida denominada em ienes. A perceção de que a exposição terá ido demasiado longe está a levar muitos operadores a desfazer-se das posições em dólares, o que pressiona para baixo o preço do dólar em ienes. Os movimentos naturais de arbitragem cambial encarregam-se de passar parte desta pressão vendedora de dólares ao mercado USD/€.

**117. Enquanto existir, a apreciação do dólar, se bem que possa beneficiar a balança corrente do Resto do Mundo, está a agravar a inflação e a tornar socialmente mais penoso o trabalho da política monetária nestas jurisdições.** Para encurtar a batalha pela estabilização dos preços, a Área do Euro e as outras jurisdições monetárias necessitam acelerar os seus planos de subida das taxas de juro nos mercados retalhistas, recuperando e, se necessário, ultrapassando os níveis prevalecentes nos mercados norte-americanos. A janela de oportunidade para alcançar este objetivo tático com perdas sociais mínimas é já estreita e fechar-se-á à medida que a economia real se comece a deteriorar significativamente.

#### 6.3.4 Turbulência financeira e regra de Tinbergen: uma interpretação para o conflito entre os objetivos de estabilidade de preços e estabilidade do sistema financeiro

**118. Março de 2023 trouxe eventos de instabilidade financeira nos EUA e na Suíça.** Entre 8 e 15 de março tornaram-se públicos quatro eventos preocupantes de instabilidade no sector bancário dos EUA e da Suíça. O *Silicon Valley Bank* e o *Signature Bank* foram encerrados por ordem das autoridades no fim de semana de 10 a 12 de março e a totalidade dos seus depósitos e a maioria dos seus ativos foram transferidos para bancos de transição criados para o efeito pela *Federal Deposit Insurance Corporation* (FDIC), que ficou responsável pela sua operacionalização até os alienar a bancos do sistema. Ao mais alto nível político, foi dada a garantia a todos os depositantes dos dois primeiros bancos que os seus créditos ficariam, a partir desse momento, salvaguardados a 100%. Um terceiro banco norte-americano, o *First Republic Bank*, enfrentou dificuldades semelhantes dias depois, agravadas por um efeito de contágio causado pelos dois primeiros, e foi assistido com uma injeção maciça de depósitos efetuada por um consórcio de bancos grandes articulado com a ministra das Finanças e o regulador federal. A cotação do *Crédit Suisse* voltou a cair significativamente em 13 de março e ainda mais após o principal acionista, o *Saudi National Bank* (quota de 9,98%), anunciar publicamente em 15 de março que deixara de estar disponível para injetar mais recursos no banco suíço, por razões regulatórias,<sup>37</sup> depois do aumento de capital subscrito em dezembro último para suportar perdas com fuga de depósitos e de se ter sabido em fevereiro que tinha registado em 2022 o maior prejuízo desde 2008.<sup>38</sup> As autoridades regulatórias e políticas suíças facilitaram a compra do *Crédit Suisse* pelo seu maior competidor interno, a UBS, cujos contornos gerais foram divulgados na manhã do dia 16 de março, pouco tempo antes do Conselho de Governança do BCE iniciar a sua reunião para decisões de política monetária.

**119. Estes casos de instabilidade no sector bancário lançaram dúvidas sobre a continuidade do foco da política monetária no combate à inflação.** A razão era o impacto que a subida das taxas de juro nos mercados retalhistas estava a ter no balanço dos bancos, dada a sua inação na remuneração dos depósitos. Do lado do Passivo, taxas de juro mais elevadas no mercado primário da dívida pública, com taxas nominais já entre 3% e 5%, está a fazer concorrência aos bancos na captação de poupanças —

<sup>37</sup> Em resposta a uma pergunta da agência de notícias [Bloomberg](#).

<sup>38</sup> Fuga de depósitos de 110 mM de francos suíços (sensivelmente o mesmo valor em euros) em 2022 e aumento de capital de 4 mM€ subscrito pelo *Saudi National Bank* e os outros principais acionistas em dezembro, com destaque para entidades detidas por fundos soberanos.

esta é uma explicação para a perda de depósitos em muitos bancos e não apenas naqueles problemáticos. Em Portugal, a corrida aos Certificados de Aforro ilustra esta concorrência. Do lado do Ativo, o encarecimento dos juros também está a fazer moza. O valor de mercado das ações e das obrigações de rendimento fixo cai com a subida das taxas, o que, no mínimo, causa um problema de liquidez aos bancos com proporção reduzida de numerário no ativo total para fazer face aos levantamentos acrescidos dos últimos meses. O acesso a empréstimos dos bancos centrais continua aberto, mas passou a ter um preço positivo e a subir. Por isso, nos dias que antecederam as reuniões de março para decidir sobre política monetária, a comunidade de analistas financeiros, agentes políticos e comentadores no espaço público dividiu-se entre aquelas pessoas que apostavam na continuação do ritmo de subida das taxas diretas e as que apostavam na redução ou anulação desse ritmo. À cabeça e com maior intensidade, estas dúvidas plasmaram-se nos países em cujas jurisdições os bancos e os acionistas referidos no par. 118 estavam registados, mas o receio de contágio espalhou a dúvida à Área do Euro, ao Reino Unido e a outras uniões monetárias. De repente, as pessoas estavam a discutir se a política monetária deve ser usada para estabilizar os preços ou para estabilizar as instituições financeiras. Pior, deram-se conta que, aparentemente, os dois objetivos de estabilização se tornaram conflitantes ou incompatíveis um com o outro.

**120. Esta percepção da UTAO fez-lhe recordar um famoso princípio geral em Economia conhecido como regra de Tinbergen.** Jan Tinbergen<sup>39</sup> dedicou parte da sua vida ao estudo de modelos quantitativos de decisão económica. Inovou na exploração de relações entre objetivos de política e instrumentos de política. O resultado porventura mais famoso desta fase da sua investigação é hoje lembrado como *regra de Tinbergen*. Em palavras simples, estabelece que num sistema com  $m$  objetivos e  $n > m$  instrumentos, há múltiplas soluções possíveis (em rigor, infinitas), isto é, muitas maneiras diferentes por onde escolher para atingir os  $m$  alvos previamente definidos pelos decisores públicos. E quando o número de objetivos excede o número de instrumentos,  $m > n$ ? Esta é uma situação infeliz. Nas palavras do próprio autor, “we are then placed before insoluble tasks”.<sup>40</sup> Umas quantas linhas abaixo desta citação, ele explica que, nesta situação, os objetivos não podem ser livremente fixados pelos decisores. Se o forem, os objetivos tornar-se-ão incompatíveis entre si e o sistema de decisão torna-se incoerente. Este resultado vem a propósito do que aconteceu nos EUA e na Suíça. Por razões que se explicam já de seguida, os bancos centrais destes países passaram na prática, de há uns anos até agora, a ter apenas um instrumento para dois objetivos. Os eventos de março acima relatados demonstraram que estas autoridades caíram na situação infeliz  $m > n$ . Daí, a sensação de conflito ou incompatibilidade entre estabilizar os preços e estabilizar o sistema financeiro.

**121. A supervisão do sistema bancário foi relaxada para a maioria dos bancos nos EUA e o banco central suíço foi complacente perante problemas sérios e antigos do *Crédit Suisse*.** As instituições regulatórias norte-americanas terão sido as mais exigentes de entre os bancos centrais e outras entidades que participaram na redefinição do modelo de supervisão financeira após a Grande Crise Financeira de 2008–10, hoje conhecido por “Basileia III”.<sup>41</sup> Em casa, aprovaram a moldura conhecida por lei Dodd-Frank em 2010, muito parecida com a que depois veio a vigorar na Área do Euro. Impôs requisitos padrão sobre todos os bancos com ativos avaliados em, pelo menos 50 mm\$ (teste anual de *stress*, rácios de capital para absorver perdas, rácios de liquidez para responder a levantamentos e planos de resolução ordenada com hierarquia clara de chamadas de responsabilidade pelas dívidas). Em 2018, é aprovada a reversão de algumas destas regras.<sup>42</sup> Os requisitos padrão são mantidos apenas para os bancos com

<sup>39</sup> Jan Tinbergen ganhou a primeira edição do Prémio Nobel da Economia, juntamente com Ragnar Frisch, em 1969. Foi um dos primeiros economistas a aplicar matemática à teoria económica e a regra explicada neste parágrafo tem a sua inspiração nos três tipos de solução de um sistema de  $m$  equações lineares com  $n$  variáveis: solução única e bem determinada quando o número de equações é igual ao número de variáveis,  $m = n$ ; múltiplas soluções quando  $m < n$  e ausência de soluções quando  $m > n$ . Teve uma carreira profissional híbrida, dividida entre a academia, centros de investigação aplicada e consultoria para governos e organizações internacionais. Tem trabalho distinto como economista, estatístico e econometrista, sendo um pioneiro da econometria espacial. É curioso lembrar que foi o primeiro diretor do muito influente até aos dias de hoje *Central Planning Bureau*. Esta agência é internacionalmente reconhecida como a primeira instituição orçamental independente, a cuja família a UTAO pertence.

<sup>40</sup> TINBERGEN, Jan (1952), *On the theory of economic policy*, Amsterdão: North-Holland Publishing Company, p. 39.

<sup>41</sup> BIS (2022), *Evaluation of the impact and efficacy of the Basel III reforms*, Basel Committee on Banking Supervision, Basileia: Banco de Pagamentos Internacionais. Descarregado em 28/03/2023.

<sup>42</sup> Ver artigo por Alan Rappeport e Emily Flitter em 22/05/2018 no [The New York Times](#).

ativo superior a 250 mM\$ e a FED passou a monitorizar apenas estas instituições — uma dúzia nessa altura. As outras são responsáveis por cerca de 50% do ativo de todo o sector bancário norte-americano e por 80% do crédito concedido a atividades imobiliárias não-residenciais, um sector muito atingido pela pandemia nos EUA.<sup>43</sup> Os bancos de dimensão intermédia e pequena passaram então em 2018–19 para a alçada de reguladores estaduais e sem sujeição aos tais requisitos padrão. Para elas caíram a obrigação de realização de testes de resiliência a circunstâncias adversas e a sujeição a planos pré-definidos de resolução, além de terem recebido um alívio nos rácios prudenciais de capital e liquidez. Mesmo para os bancos maiores, a revisão de 2018 tornou mais previsível a regulação federal, e os critérios de capital, liquidez e resiliência (*stress tests*) passaram a ser menos exigentes para as instituições menos complexas de entre as que têm ativo superior a 250mM\$.<sup>44</sup> Talvez também seja relevante referir outra possível fragilidade institucional nos mecanismos de supervisão estadual. É costume os gestores de topo de bancos regulados terem assento na administração dos reguladores estaduais.<sup>45</sup> Quanto à Suíça, há vários anos que o *Crédit Suisse* tinha problemas e o regulador conhecia-os: erros na gestão de fundos de cobertura de risco, suspeitas sérias de lavagem de dinheiro, instabilidade na gestão de topo,<sup>46</sup> escândalo de espionagem envolvendo a UBS, vários episódios de fugas de depósitos e chamadas de capital. Tratava-se de um banco claramente com dimensão sistémica sobre o qual as autoridades de regulação tardaram em agir resolutamente. Concluindo, a FED, o banco central suíço e as autoridades políticas dos seus países deixaram-se cair na armadilha de Tinbergen. Com ou sem consciência dos riscos para a estabilidade do sistema bancário, a verdade é que despojaram as instituições supervisoras dos instrumentos especificamente criados após 2010 para assegurar o objetivo de estabilidade financeira inscrito nos mandatos dos bancos centrais.

**122. Há já algumas ilações a retirar dos eventos bancários de março de 2023.** A prossecução eficaz dos dois objetivos de estabilização atribuídos aos bancos centrais exige a operacionalidade dos instrumentos especificamente criados para garantir cada um deles. Poderá haver outros eventos bancários nos próximos meses e mais lições a retirar. No entanto, a interpretação do que já aconteceu nos EUA e na Suíça como a *armadilha de Tinbergen* deverá fazer convergir no curto prazo os esforços das autoridades relevantes para reforçar os instrumentos de supervisão e restaurar o foco da política monetária no objetivo de estabilização de preços. A área do Euro poderá ter uma moldura de supervisão melhor, mas a verdade também é que possui algumas instituições financeiras de dimensão apreciável à escala europeia com problemas que não saem do radar há vários anos. A generalidade dos cidadãos está a sofrer bastante com a inflação e não compreenderá que se adie e aprofunde o seu sofrimento porque as instituições de supervisão não são capazes de fazer o seu trabalho. Desviar a política monetária do objetivo de estabilização de preços para a colocar ao serviço do objetivo de estabilização do sistema financeiro não deve ser o caminho.

<sup>43</sup> Artigo não assinado na edição digital da revista *The Economist*, datado de 22/03/2023.

<sup>44</sup> Ideias retiradas de "The Eye of Providence: Thoughts on the Evolution of Bank Supervision", discurso do vice-presidente da FED responsável pela supervisão, Randal Quarles, na *Harvard Law School* em 11/12/2020, em que explicou os princípios da reforma aprovada dois anos antes. Jeanna Smialek e Emily Flitter afirmam no *The New York Times* de 15/03/2023 que o cenário adverso dos testes de resiliência corridos pela Reserva Federal nos bancos acima de 250mM\$ se tornaram menos adversos após as mudanças de 2018: "While banks used to be run through an 'adverse' scenario that included creative and unexpected shocks to the system — including, occasionally, a jump in interest rates like the one that bedeviled Silicon Valley Bank — that scenario ended with the deregulatory push."

<sup>45</sup> Gregory Becker, líder número 1 do *Silicon Valley Bank* até à sua resolução foi, ao mesmo tempo, membro do Conselho de Administração do *Federal Reserve Bank of San Francisco*.

<sup>46</sup> António Horta Osório, reputado gestor bancário, protagonizou uma destas mudanças na liderança. Foi o CEO entre maio de 2021 e janeiro de 2022. Em *declarações ao jornal ECO reproduzidas a 11/02/2022*, afirmou: "O *Crédit Suisse* foi uma escolha que se revelou errada. O banco estava numa opção muito diferente, pior, quando eu cheguei do que quando aceitei e requeria uma enorme mudança cultural que levaria anos e levantou enormes resistências."

## 7 Análise de opções da política orçamental para contrariar os malefícios da inflação

**123. O tema geral do Capítulo 6, potencialidades e limitações dos instrumentos de política económica, também se aplica a este capítulo.** Na verdade, o seu conteúdo só não surge como quarta secção do Capítulo 6 por ser demasiado grande. A especialização da UTAO em finanças públicas é, quiçá, responsável por este enviesamento dimensional a favor da análise de escolhas possíveis dentro da política orçamental. O tratamento analítico decorre dentro da perspetiva sistémica defendida no capítulo anterior para explicar o que as políticas económicas podem fazer para combater a inflação ou mitigar malefícios da mesma para os agentes económicos. Também é preciso ter em conta os receios destes e as causas dos choques inflacionistas. Neste sentido, serão frequentes nas próximas páginas as ligações aos Capítulos 4 a 6. A análise dos dilemas da política orçamental desenvolve-se ao longo de seis secções. A Secção 7.1 discute o que é que esta política pode fazer diretamente sobre as origens do processo inflacionário que se vive no mundo desde 2021. A imperatividade de coordenação e complementaridade entre as políticas monetária e orçamental é exposta na Secção 7.2 e desta imperatividade decorre a recomendação na Secção 7.3 para que a política orçamental se concentre na proteção do poder de compra das famílias economicamente mais vulneráveis. As duas secções seguintes debruçam-se sobre um tema sempre sensível do ponto de vista político, mas raramente bem compreendido em termos económicos: efeitos no bem-estar social e no bem-estar dos grupos sociais diretamente tocados por intervenções fiscais nos mercados de bens e serviços. Naturalmente, também os efeitos expectáveis na taxa de inflação e no volume de transações são aqui abordados. São domínios em que nem sempre o que parece óbvio se concretiza. Assim, a Secção 7.4 explica por que é que subsídios diretos ao rendimento são preferíveis a subsídios indiretos e a descontos em impostos indiretos, tanto em termos de eficiência e bem-estar como de eficácia na mitigação dos malefícios da inflação. A Secção 7.5 alarga a análise destas incidências a dois tipos de intervenção em mercados específicos muito debatidos na Europa e em Portugal, *inclusive* com concretizações legislativas já assumidas. Os dois instrumentos são a tributação de lucros excessivos e a fixação de preços máximos. A fechar o capítulo, propõe-se aos leitores da Secção 7.6 uma reflexão estruturada sobre a política remuneratória e a gestão de recursos humanos no sector público. É um tema inescapável na perspetiva da capacidade competitiva do Estado face ao sector privado e ao resto do mundo, mas a ênfase nesta secção é restringida ao contexto inflacionário. Pretende ajudar a enquadrar o debate sobre o que o Estado enquanto empregador pode fazer para mitigar a erosão no poder de compra dos seus trabalhadores causada pelo imposto inflação. O teletrabalho surge neste contexto como um instrumento inovador e extremamente promissor para lidar com o problema conjuntural da inflação e vários problemas estruturais do desenvolvimento sócio-económico portugueses. Para os leitores que apreciam explicações mais técnicas, a argumentação essencialmente intuitiva usada nas Secções 7.4 e 7.5 é provada formalmente no Anexo C e no Anexo D, respetivamente, através de instrumentos gráficos e de cálculo de análise microeconómica de nível intermédio.

### 7.1 Ação direta sobre causas da inflação

**124. A União Europeia e os EUA têm em marcha programas orçamentais expansionistas muito expressivos para os próximos anos.** O par. 92 já explicou que muitos países da OCDE colocaram no terreno planos expansionistas plurianuais de consumo público, incluindo investimento, com dimensão muito expressiva. No caso da UE, os Planos nacionais de Recuperação e Resiliência (PRR) ascendem a 723,8 mM€ (preços correntes) de despesa pública para execução financeira entre 2021 e 2026, o que representa cerca de 5,0% do seu PIB de 2021 a preços correntes.<sup>47, 48</sup> Os EUA têm em execução no período 2021 a

<sup>47</sup> Aliás, importa lembrar que serão os contribuintes nacionais, via cobrança fiscal de cada EM, a reembolsar a UE e a pagar juros por este financiamento, em condições que não estão ainda claramente estabelecidas.

<sup>48</sup> A Comissão Europeia (CE) ficou mandatada para levantar este valor nos mercados obrigacionistas em nome da UE e o repartir pelos EM ao longo dos cinco anos de execução em função do cumprimento de metas qualitativas e de execução financeira. Mais tarde, o Conselho decidirá como é que cada EM contribuirá para pagar o serviço desta dívida comum. Aquele envelope foi repartido

2030 vários planos orçamentais lançados em 2020 e março de 2021 que somam 5128 mM USD (equivalente a 5277 mM€ ao câmbio de 14/10/2022) de impacto negativo direto no saldo orçamental federal (equivalente a cerca de 22,3% do PIB de 2021 a preços correntes).<sup>49</sup> Estes programas musculados de despesa pública foram decididos no auge da pandemia quando o receio sobre os estragos socioeconómicos que ela traria era enorme. Decidiram então aqueles e outros países desenhar e colocar no terreno programas plurianuais de consumo público visando apoio de emergência durante as vagas pandémicas e, sobretudo no caso europeu, estimular o crescimento económico a médio e longo prazo em bases mais sólidas do que antes de 2020. É por isso que todos estes programas partilham os objetivos de modernização de infraestruturas, transição digital e mitigação das e adaptação às alterações climáticas.<sup>50</sup> Voltando à UE, é pertinente somar à dotação dos PRR o envelope também robusto constituído pelas verbas da política de coesão. São 392 mM€ de fundos do orçamento comunitário, a preços correntes, para injetar na despesa agregada entre 2021 e 2027 na ótica dos compromissos ou entre 2021 e 2030 na perspetiva de caixa.<sup>51</sup> Ora os recursos da política de coesão no período de programação 2021/27 estão também concentrados naquelas mesmas finalidades. Todos estes programas (europeus e norte-americano) irão alavancar despesa privada e outra despesa pública (por exemplo, comparticipação de governos subnacionais norte-americanos). Por isso, o impacto na despesa agregada de cada economia está e irá ser considerável até 2026.

**125. Merecem ainda destaque, neste contexto, três programas norte-americanos mais recentes, a concretizar em 10 anos para estimular a competitividade, a transformação digital, a descarbonização da economia e o protecionismo da economia doméstica.** Também visam reduzir a despesa pública e privada com cuidados de saúde, melhorar as infraestruturas de utilização coletiva em vários domínios, aumentar a tributação efetiva sobre as grandes corporações, combater a evasão fiscal e reduzir o défice orçamental ao longo de dez anos, até 2031.<sup>52</sup> São os pacotes legislativos i) [Bipartisan Infrastructure Law](#) (BIL, aprovado pelo Congresso em 06/11/2021), ii) [Creating Helpful Incentives to Produce Semiconductors and Science Act of 2022](#) (CHIPS Act, assinado pelo Presidente em 09/08/2022) e iii) [Inflation Reduction Act](#) (IRA, assinado pelo Presidente em 16/08/2022). No conjunto, preveem a injeção de despesa pública nova valendo cerca de 1330 mM de dólares norte-americanos (\$) entre 2022 e 2031 para investimentos públicos e privados nos domínios acima assinalados. O BIL pretende financiar com 550 mM\$ dos contribuintes a melhoria de infraestruturas de transporte rodoviário, ferroviário, marítimo e aéreo, ciclo urbano da água, banda larga, rede elétrica e despoluição, com atenção reforçada em territórios socialmente frágeis. O CHIPS Act consagra 278,2 mM\$ de despesa pública entre 2022 e 2026 em capacitação tecnológica da economia nacional. O aproveitamento do financiamento público será acompanhado por investimento privado na indústria de semicondutores, em domínios como I&DT, formação de recursos humanos diferenciados, produção industrial, comercialização, e promoção de *clusters* regionais de alta tecnologia, como computação quântica, inteligência artificial, nanotecnologia e aplicações em energia limpa. Já o IRA é um pacote de medidas de largo espectro com efeitos nos dois lados do orçamento, visando objetivos tão diversos como a reindustrialização energética visando a neutralidade carbónica,

---

pelos 27 países sob a forma de subvenções no valor de 338,0 mM€ e empréstimos no montante de 385,8 mM€. A Portugal coube a fatia de 16,6 mM€, repartida entre 13,9 mM€ de subvenções e 2,7 mM€ de empréstimos (a soma das duas parcelas representa 7,9% do PIB português de 2021). Estes dados e muitos mais sobre os PRR podem ser consultados na página-e que a CE mantém dedicado à [Recovery and Resilience Facility](#).

<sup>49</sup> Aquele montante é a soma de três pacotes legislativos adotados pelo Congresso: quatro leis aprovadas entre 6 de março e 24 de abril de 2020 (2404 mM\$), o *Consolidated Appropriation Act*, a 27 de dezembro de 2020 (868 mM\$) e o *American Rescue Plan Act*, a 11 de março de 2021 (1856 mM\$). Estes pacotes estão a ser financiados com emissão de dívida, envolvendo perda de receita e acréscimo de despesa. O *Congressional Budget Office*, fonte para estes números, previu impactos até 2030, mas concentrados entre 2021 e 2024. O primeiro pacote está avaliado [aqui](#) e os segundo e terceiro [neste documento](#). O valor do PIB foi obtido em <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.CD?locations=US>.

<sup>50</sup> No conjunto de toda a UE, as dotações consagradas ao objetivo climático e ao objetivo digital ascendem a 40% e 26%, respetivamente, do envelope de 723,8 mM€ atribuído aos PRR.

<sup>51</sup> São cerca de 10 mM€ na iniciativa Interreg, 350 mM€ nos quadros comunitários sob gestão nacional e distribuídos pelos três fundos clássicos desta política (Fundo Europeu de Desenvolvimento Regional, Fundo Social Europeu e Fundo de Coesão), 19 mM€ no Fundo para a Transição Justa, 11,3 mM€ a transferir para a *Connecting Europe Facility* e 2,5 mM€ para assistência técnica e instrumentos sob gestão direta da CE. Ainda acrescem vários milhares de milhão de euros da política de coesão 2014/2020 por executar. Dados em <https://coesiondata.ec.europa.eu/stories/s/2021-2027-EU-allocations-available-for-programming/2w8s-c13y>. A repartição inicial dos fundos europeus da coesão atribui a Portugal 22,8 mM€. Representa cerca de 10,6% do PIB português de 2021 (na [atualização desta série em setembro de 2022](#)).

<sup>52</sup> O conteúdo deste parágrafo baseia-se em fontes norte-americanas (McKinsey e Casa Branca) e as previsões de impacto orçamental são do CBO e do *Joint Committee on Taxation* (este é uma comissão do Congresso que apoia o Senado e a Casa dos Representantes em legislação fiscal).

a eficiência energética de edifícios privados e públicos, a eletrificação dos meios de transporte, a diminuição dos gastos públicos e familiares em cuidados de saúde, o estreitamento da evasão fiscal e a redução do desequilíbrio estrutural nas finanças públicas federais. Em valores do orçamento federal entre 2022 e 2031, prevê arrecadar 737 mM\$ de receita nova, gastar 500 mM\$ em despesa nova (incluindo despesa fiscal) e reduzir os défices orçamentais em 237 mM\$. Grande parte dos 500 mM\$ servirão para alavancar o investimento privado de famílias e empresas em vários sectores de energia limpa através de privilégios fiscais (isenções, créditos, redução de taxas), subsídios e garantias de empréstimos. Vale a pena notar que o acesso de empresas privadas a estes pacotes de financiamento público tem condicionalidades, seja na criação líquida de emprego e massa salarial, seja na preferência que terão de dar a compras de recursos primários e produtos intermédios explorados ou produzidos em território norte-americano. Este lado do IRA está a colocar em causa o "mercado único" que tem sido um traço identitário da UE desde a adesão dos países ibéricos, tema muito importantes para quem vive e trabalha na Europa mas que, infelizmente, não cabe no âmbito deste estudo.

**126. Todos estes programas estão a causar inflação.** Os PRR e os seis pacotes norte-americanos descritos nos parágrafos 124 e 125 consubstanciam choques expansionistas da procura agregada. Vale a pena lembrar que os números acima enunciados são apenas o valor da alavanca pública. A eles haverá que somar a contrapartida de governos nacionais, regionais e locais, famílias e empresas, certamente com valor superior ao da alavanca, já para não falar no efeito multiplicador. Tudo o resto constante, pressionam o nível geral de preços no sentido ascendente. A programação da política de coesão no período 2021/27 tem um envelope financeiro sensivelmente igual ao dos sete anos anteriores,<sup>53</sup> pelo que não se pode considerar o pacote 2021/27 como um choque, no sentido de injeção adicional substantiva na procura agregada. Porém, é relevante frisar que todos estes programas (PRR, americanos e coesão 2021/27) concentram poder de compra expressivo em três áreas de atividade económica que também o sector privado está a procurar intensivamente: infraestruturas físicas, transição digital e transição climática. Quer dizer, andam muitos agentes, com dinheiro substancial, a querer comprar os mesmos fatores de produção ao mesmo tempo nos mercados internacionais. Por isso, as pressões inflacionistas geradas por estes programas plurianuais de despesa pública exercem-se com maior força nos mercados de fatores de produção como aço, alumínio, cimento, lítio, semicondutores, processadores, operários de construção civil, cientistas, programadores informáticos, analistas em agências públicas de promoção do investimento e regulação, e não deixam de também puxar para cima os preços das fontes primárias de energia necessária para concretizar os investimentos naquelas áreas. Há já notícias abundantes do encarecimento de matérias-primas, fator trabalho e produtos intermédios necessários para concretizar inúmeras empreitadas previstas nestes planos de expansão orçamental.<sup>54</sup> Com os orçamentos aprovados, acima recordados, há o risco bem real de essas dotações não chegarem para assegurar o cumprimento integral das metas, em termos de resultados extra-financeiros, fixadas nesses planos.

**127. A única capacidade de intervenção direta da política orçamental sobre as causas da inflação é a redução expressiva na escala dos planos expansionistas dos países desenvolvidos em 2022 e 2023.** A inflação no mundo e, em particular, no mundo desenvolvido é o resultado dos múltiplos choques expansionistas na procura agregada e contraccionistas na oferta agregada que foram explicados no Capítulo 5. A política orçamental apenas é a causadora de um destes choques: expansão do consumo público provocada pelos PRR na UE e os seis pacotes legislativos nos EUA. Na UE, releva também a execução

<sup>53</sup> A CE disponibiliza [nesta página interativa](#) informação financeira interessante sobre a política de coesão 2014/20. Esclarece que os dados nela reportados são atualizados diariamente. Nela consta a dotação prevista de 399,9 mM€ para os fundos europeus, a repartir por todos os EM, e a fatia de 23,1 mM€ que coube a Portugal. Falta clareza na fonte para se perceber se estes valores estão a preços correntes ou a preços constantes de algum ano e se são as dotações planeadas antes da execução começar ou as dotações corrigidas à data da consulta feita pela UTAO (28 de outubro de 2022).

<sup>54</sup> O mercado norte-americano de trabalho não está a conseguir contratar trabalhadores suficientes no sector da construção civil e obras públicas por causa do triplo plano expansionista e protecionista da Administração Biden. O artigo de [Amanda Chu no Financial Times em 20/02/2023](#) relata depoimentos pungentes da indústria. "A shortage of construction workers is putting at risk the Biden administration's ambitious plan to fuel a historic building boom in the US, according to industry executives. (...) 'It would be difficult to identify a period during which the construction labour market was more constrained than it is now,' said Anirban Basu, chief economist at the ABC. 'Demand for construction workers is sky high... This is the era of the mega project.' President Joe Biden has signed off on spending of more than \$1.5tn to boost the nation's infrastructure and catch up with China in manufacturing. Despite increasing wages, 80 per cent of construction companies say they are struggling to hire workers, according to a survey by the Associated General Contractors of America last month. Brownrigg (senior vice-president at Turner Construction, the group working on the Honda-LG venture) said its demand for clean tech construction projects had more than quadrupled since last year.' (Labor shortages) continue to be a bigger challenge. I think 2023 is going to be challenging. [Next year] could even be bigger," he said."

da política de coesão 2021/27, por força do seu alinhamento sectorial com as prioridades dos PRR. Isto é um facto. Um argumento de continuidade leva a concluir que a inexistência do choque de procura causado pelos Estados em 2023 e 2024 facilitaria o combate à inflação neste biénio.

**128. Reduzir ou não a escala dos planos expansionistas em 2023 e 2024 é uma escolha política.** Reconhecer o contributo inflacionista dos PRR e dos pacotes norte-americanos em curso é intelectualmente importante. Como o é também reconhecer que a execução judiciosa e integral dos mesmos terá um impacto favorável a prazo no produto potencial e no desenvolvimento sustentável. Quer dizer, se o dinheiro dos contribuintes for bem aplicado nas transições digital e climática e na recuperação dos níveis de acesso a infraestruturas de utilização coletiva, os PRR na UE e os pacotes nos EUA criarão bases para sustentar melhor qualidade de vida no longo prazo nestes territórios e servirão também de inspiração para o resto do mundo. Há, portanto, uma escolha política essencial a fazer na UE e nos EUA a curto prazo, basicamente nos próximos dois trimestres: reduzir significativamente a escala da programação e da execução financeira destes planos orçamentais até final de 2024, assim reforçando a capacidade da política monetária para estabilizar os preços em redor do objetivo de 2%, ou manter os ritmos planeados, mas comprando menores resultados com os orçamentos definidos por causa do encarecimento dos fatores necessários à concretização dos planos, e tornando mais elevados os custos sociais do combate à inflação. A escolha cuja reflexão aqui se sugere não é entre concretizar os planos europeus e norte-americanos nos prazos e com os orçamentos definidos ou em amputar em definitivo a escala e a ambição das metas desses planos. A escolha proposta é entre manter os planos como estão gizados ou em deslizar no tempo, cerca de dois anos, a concretização das suas metas. Havendo vontade política, será possível estender em dois anos o prazo para execução dos planos e passar para os anos 2025 e seguintes boa parte das dotações programadas para 2023 e 2024 que ainda não estejam comprometidas com projetos em concreto. Deste modo, seriam aliviadas as pressões inflacionistas no período em que estas se preveem mais intensas, permitindo aos bancos centrais aliviar as próximas subidas de taxas de juros que, de outro modo, terão que ser mais fortes e prolongadas no tempo, com os custos temporários, mas definitivos, para todos os cidadãos que este relatório identificou no Capítulo 4. A escolha que aqui se propõe não é politicamente fácil no plano de cada país, e é ainda mais difícil por, no caso da UE, ter de ser acordada entre Estados. Todavia, também não será intelectualmente honesto ignorar ou desprezar sem reflexão os custos e benefícios desta decisão.

## 7.2 Coordenação com a política monetária

**129. A natureza dos choques inflacionistas que o mundo atravessa torna o papel dos bancos centrais mais difícil do que no caso de processos inflacionistas determinados apenas por choques expansionistas da procura.** O Capítulo 5 explicou e o Anexo B demonstrou como as expansões pública e privada da procura agregada se combinaram com as contrações da oferta agregada para gerar a subida contínua de preços a que se assiste desde meados de 2021. Os poderes políticos em todo o mundo confiaram aos bancos centrais a responsabilidade de gerirem os instrumentos ao seu dispor para assegurar a estabilidade de preços. Fizeram-no porque há a convicção generalizada há muito tempo entre os decisores políticos e a comunidade de ciência económica de que, a par da terapia natural exposta na Secção 6.1, não existem melhores políticas económicas para fazer convergir sustentadamente as taxas de inflação para um determinado nível do que a política monetária e a política cambial. Isto é geralmente verdade qualquer que seja a combinação de choques causadores da inflação. Naturalmente, a missão dos bancos centrais é muito mais espinhosa quando predominam os choques da oferta de natureza contraccionista, que é a situação atual, conforme ficou demonstrado na Subsecção 6.3.2. Tal assim é porque os impulsos da política monetária para travar o crescimento dos preços se transmitem através da procura agregada, contraindo-a. Se as causas predominantes estivessem do lado da procura, seria mais fácil agir diretamente sobre elas através dos instrumentos monetários, cambiais e também orçamentais. Infelizmente, como já se percebeu ao longo deste estudo, a ciência económica ainda não descobriu melhor medicamento para combater a inflação que não seja a contração da procura agregada. Quando as causas predominantes da inflação estão do lado da oferta, a receita precisa de mais tempo e maior dose para conseguir trazer a variação do nível geral de preços para o patamar em torno dos 2%. Nestas circunstâncias, os custos sociais do processo de desinflação são, *ceteris paribus*, maiores.

**130. Quanto mais tarde ou de modo mais gradual os bancos centrais reagirem e desempenharem o seu papel de estabilizador dos preços, mais graves tenderão a ser os custos sociais do ajustamento — é melhor atuar antes de a recessão emergir e o desemprego começar a subir.** Isto é assim porque a tolerância para com subidas de preços na ordem dos 11% (média das variações homólogas na Área do Euro no final de outubro de 2022) é, em si mesma, um detonador da espiral inflacionista. A persistência da instabilidade de preços acaba por ser incorporada nas expectativas dos agentes e transmitida aos contratos futuros, enraizando-a na atividade económica. Tal significa a aceleração da escalada de preços e o agravamento de todos os malefícios económicos associados à inflação que foram explicados no Capítulo 4. A complacência no presente paga-se com um ajustamento mais penoso no futuro. As lições da inflação nos anos 70 e, sobretudo, da experiência nos anos 20 do século passado vivida nos dois lados do Atlântico não podem ser ignoradas. A intensidade e a velocidade dos impulsos das políticas monetária e cambial devem, obviamente, ter em conta os indicadores sobre o estado da conjuntura, por forma a atuarem com mais força enquanto a economia real der sinais de resiliência, o que tem sido a situação até, pelo menos, final de outubro de 2022. A entrada em recessão e, sobretudo, a derapagem nas taxas de desemprego são as condições piores para intensificar a orientação anti-inflação dos instrumentos sob controlo dos bancos centrais.

**131. A política orçamental não deve contrariar a orientação anti-inflacionista da política monetária.** Pelas razões expostas nos parágrafos 129 e 130, os Governos devem abster-se de contrariar a orientação anti-inflação dos bancos centrais com posturas expansionistas na frente orçamental. Recorrer à ilustração numérica ajuda a estabelecer o argumento. No final de 2021, o saldo vivo do crédito total concedido pelo sistema bancário nacional ao sector não financeiro residente totalizava 774.668 M€ em Portugal. A procura agregada valeu 214.461 M€ a preços correntes nesse ano. Se o objetivo intermédio do BCE<sup>55</sup> for duplicar a taxa de juro média sobre os empréstimos vivos, isto corresponde a agravar em cerca de 16 mM€ os encargos com juros a pagar pelo sector não financeiro (*ceteris paribus*), o que representa aproximadamente 8% da procura agregada (atenção: não se está a assumir que a duplicação ocorre num único trimestre). O dinheiro a mais que as empresas, os particulares e as Administrações Públicas irão pagar em juros é dinheiro que deixa de estar disponível para alimentar a procura agregada por PIB real. Este é o mecanismo que a política monetária usa para combater a pressão inflacionista: secar liquidez para contrair a procura agregada por bens e serviços finais produzidos no território português.<sup>56</sup> Nestas condições, se a política orçamental portuguesa injetar despesa no circuito económico na mesma ordem de grandeza para compensar as empresas, as famílias e as próprias AP do aumento dos juros, dois resultados acontecerão: primeiro, a taxa de inflação não ira baixar por que o que o BCE retira da economia real, o Estado volta a colocar; segundo, o Estado entraria em défice excessivo e talvez nem sequer conseguisse mobilizar os cerca de 16 mM€ de euros de dívida adicional. Portanto, e é este o propósito do presente parágrafo, a neutralização pela política orçamental do trabalho doloroso realizado pelo banco central tornaria a inflação e os seus males económico-sociais permanentes e seria financeiramente suicida para as AP. Tem, pois, que haver uma coordenação deliberada entre os dois braços das autoridades públicas: monetário e orçamental. Não podem prosseguir objetivos conflitantes.

### 7.3 Foco na proteção do poder de compra das famílias mais vulneráveis

**132. Dito isto, a política orçamental não tem que assistir impavidamente à perda de poder de compra da sociedade e às outras consequências socialmente nefastas da inflação.** Já foi sugerido na Secção 7.1 que os Governos podem dar um contributo direto para combater uma causa da inflação em curso: recalendarizar a injeção do consumo público previsto nos PRR e nos planos orçamentais norte-americanos. Agora, vai-se justificar um papel adicional para a política orçamental enquanto a inflação permanecer elevada e a política monetária estiver a fazer o seu trabalho. Este papel decorre do princípio geral

<sup>55</sup> O objetivo final da política monetária do BCE é estabilizar o IHPC próximo de 2%. As taxas de juro no mercado retalhista são um instrumento para atingir este fim e é natural a autoridade monetária definir uma meta para estas taxas. Trata-se de um objetivo intermédio.

<sup>56</sup> A diminuição na propensão média a poupar poderá mitigar este resultado. Até certo ponto, os agentes devedores poderão canalizar poupanças acumuladas no passado para financiar parcialmente a compra de volume de PIB.

em Economia apresentado no par. 90, p. 35. Diz ele que “um problema deve ser atacado prioritariamente nas suas causas e complementarmente nos seus efeitos.” A Secção 7.1 sugeriu o contributo que a política orçamental pode dar ao combate às causas e a presente subsecção recomenda o papel que ela pode ter para ajudar a mitigar os seus efeitos negativos.

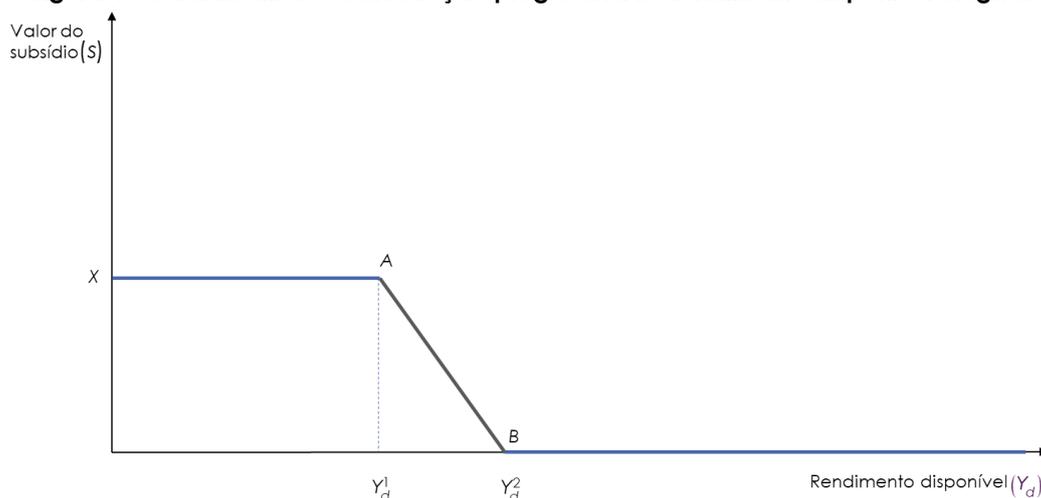
**133. A política orçamental tem um papel insubstituível para reduzir a perda de poder de compra das famílias economicamente mais frágeis.** A articulação com a política monetária recomendada na Secção 7.2 remete para a política orçamental a função de minimização da perda de bem-estar das pessoas com menores rendimentos porque são elas quem mais sofre com o imposto inflação. Do ponto de vista conceptual e da tradicional classificação das funções do orçamento público, a recalendarização dos PRR faz parte da função de estabilização macroeconómica (neste caso, estabilização do nível geral de preços); já a atribuição de subsídios diretos ao rendimento das famílias economicamente mais frágeis integra a função redistributiva. Repare-se que a atribuição de subsídios a todas as famílias e na mesma percentagem do rendimento que cada uma teve no passado recente (2021, por exemplo) seria uma medida da função de estabilização e com sinal contrário ao objetivo de redução da taxa de inflação (seria, por isso mesmo, pró-cíclica, no sentido de ampliar a flutuação que se pretende reduzir). Já se explicou na Secção 7.2 que isso não seria desejável em país nenhum, por muito afluentes que estivessem as finanças públicas, nem seria financeiramente possível no caso de Portugal e de quase todos os países. Então, o ataque complementar aos efeitos nocivos do problema inflação que aqui se justifica é a subsídio das famílias com menores rendimentos. Este papel do Estado é insubstituível porque não existem outras instituições na sociedade com o poder de fogo e a presença capilar do Estado. Tal não significa que essas outras instituições, desde governos regionais e autárquicos até instituições sem fins lucrativos, passando por empresas, não possam e não devam, à escala de cada uma, também ajudar neste esforço coletivo de mitigação da perda de bem-estar dos cidadãos com menor capacidade de fuga à inflação através da substituição de padrões de consumo (rigidez da procura). Lembra-se que o tratamento natural contra a inflação (matéria abordada na Secção 6.1) é a substituição de cabazes de consumo por parte das famílias e cabazes de fatores de produção por parte das empresas e das AP.

**134. A escolha das famílias elegíveis é uma decisão política.** A recomendação técnica pode ir até ao final do parágrafo 133. A escolha do teto de rendimento disponível a partir do qual o subsídio do Estado não será atribuído é política porque define diretamente quem, em concreto, beneficiará do subsídio e quem dele ficará excluído, bem como o custo de oportunidade da medida para o Estado (o sacrifício de outras medidas necessário para financiar o custo desta medida). Naturalmente, a análise técnica deverá ser mobilizada pelo poder político para lhe fornecer simulações de efeitos entre várias alternativas que o possam ajudar a tomar a decisão.

**135. Há duas propriedades do instrumento de subsídio sobre as quais vale a pena uma reflexão, simultaneamente técnica e política. São elas: gradualismo na fronteira de elegibilidade e objeto da subsídio.** A primeira característica consiste em decidir se o corte na população entre beneficiários e não-beneficiários deve ser discreto ou contínuo. Imagine-se que o montante do subsídio é  $X$  euros por agregado familiar e que se pretende cortar a população naqueles dois conjuntos no valor de  $Y_d^1$  euros de rendimento disponível familiar<sup>57</sup> anual. A questão está em decidir se devem receber  $X$  euros todas as famílias que ganham até  $Y_d^1$  euros anualmente e atribuir zero euros a todas as que se distribuem acima de  $Y_d^1$  euros ou se se deve criar uma *zona de exclusão progressiva de beneficiários* com rendimento disponível um pouco acima desse limiar de  $Y_d^1$  euros. A segunda alternativa tem a vantagem de ser mais equitativa. É aplicável concebendo uma redução progressiva no valor do subsídio a partir do rendimento disponível  $Y_d^1$ .

<sup>57</sup> Rendimento disponível familiar é o rendimento bruto deduzido de IRS e contribuição obrigatória dos trabalhadores para o regime de proteção social e acrescentado pelo montante das transferências recebidas dos sistemas de proteção social que abrangem o agregado familiar em questão. O Estado tem acesso a estes elementos através dos sistemas de informação geridos por entidades públicas. A AT conhece os rendimentos brutos e o imposto pago das famílias que submetem a declaração anual de rendimentos para efeitos de IRS, e a Segurança Social e a Caixa Geral de Aposentações podem complementar este conjunto informativo com os valores das transferências pagas a todas as famílias e os rendimentos brutos das famílias que não entregam declaração fiscal, mas estão sujeitas a prova de insuficiência de recursos financeiros.

**Figura 4 – Subsídio direto com redução progressiva no rendimento disponível elegível**



**136. O gradualismo na fronteira de elegibilidade é melhor explicado com o apoio da Figura 4.** Até ao rendimento disponível  $Y_d^1$ , as famílias recebem X euros. Imagine-se uma família com apenas um euro mais de rendimento disponível anual. Com o desenho da primeira alternativa, esta família iria receber zero euros do Estado, embora o senso comum diga que o seu poder de compra é, na prática, igual ao da família com exatamente  $Y_d^1$  euros de rendimento disponível. Para evitar esta injustiça, é recomendável um desenho alternativo da medida, que faça o montante do subsídio decrescer progressivamente de X até zero euros, em função do rendimento disponível. Na figura,  $Y_d^2$  é o limiar de rendimento a partir do qual se pretende subsídio nulo. Se se modelizar esta redução progressiva no rendimento elegível (*phase down*) como uma função linear, a imagem geométrica do nível de S (subsídio) entre os dois limiares de rendimento disponível é dada pelo segmento de reta que liga os pontos A e B. Como dois pontos são suficientes para definir uma reta, a equação que permite calcular o valor de S a atribuir a cada família com rendimento disponível entre  $Y_d^1$  e  $Y_d^2$  é

$$S = -\frac{X}{Y_d^2 - Y_d^1} Y_d + \frac{X}{Y_d^2 - Y_d^1} Y_d^2 \quad .$$

A função Subsídio é então definida em toda a extensão do seu domínio por três troços, ilustrados a traço preto e grosso na Figura 4 e representados algebricamente por

$$S = \begin{cases} X & \Leftrightarrow 0 \leq Y_d \leq Y_d^1 \\ -\frac{X}{Y_d^2 - Y_d^1} Y_d + \frac{X}{Y_d^2 - Y_d^1} Y_d^2 & \Leftrightarrow Y_d^1 < Y_d \leq Y_d^2 \\ 0 & \Leftrightarrow Y_d > Y_d^2 \end{cases} \quad .$$

**137. O objeto da subsidiação é a segunda propriedade do instrumento orçamental que merece uma explicação.** Vai mostrar-se na próxima subsecção que um subsídio atribuído *diretamente* às famílias para elas poderem aplicar como quiserem é melhor do que um subsídio ao preço de qualquer bem. O subsídio que visa baixar o preço de um bem pago pelas famílias chama-se *subsídio indireto*.

#### 7.4 Subsídios aos preços versus subsídios diretos ao rendimento e o impacto no bem-estar das famílias

**138. A superioridade do subsídio direto manifesta-se tanto no bem-estar da família dele beneficiária como na despesa pública.**<sup>58</sup> Há duas razões que justificam a dominância do subsídio indireto por parte do subsídio direto quando o objetivo político for proteger o poder de compra das famílias. A primeira

<sup>58</sup> O conteúdo desta subsecção e do Anexo C beneficia da análise na Secção 3 de BALEIRAS, Rui Nuno (2022), "Potencialidades e equívocos na utilização da política orçamental para combater a inflação", *Cadernos de Economia*, ano XXXV, n.º 139, Abril-Junho, pp. 34–42.

razão prende-se com a distribuição do poder negocial entre vendedores e compradores do bem a subsidiar e a segunda com o efeito de substituição no consumo provocada pelo subsídio ao preço. Os próximos parágrafos desenvolvem esta argumentação.

**139. De uma maneira geral, só uma parte da despesa pública com o subsídio indireto se traduz numa redução do preço pago pelas famílias.** Há a perceção correta de que a inflação atinge mais fortemente o preço de uns bens do que de outros (por exemplo, o de certos bens alimentares relativamente a outros). Enquanto medida para mitigar o impacto da inflação sobre o poder de compra das famílias, o subsídio indireto atua através da redução do preço a pagar por cada unidade do bem que mais aumentou em percentagem. Quer isto dizer que o Estado visa atribuir um subsídio (despesa pública) ou reduzir a taxa de um imposto (diminuição da receita ou despesa fiscal) por unidade consumida para contrariar a subida no preço desse bem causada pela inflação. Porém, esta intervenção, ao criar uma diferença entre o preço a pagar pelas famílias e o preço a receber pelas empresas, altera os incentivos de uns e outros no mercado. Conscientes ou não deste facto, uns e outros agentes vão lutar por captar para si a maior fração possível do subsídio por unidade de bem transacionada. O resultado irá depender do poder de negociação das partes. Salvo situações extremas de procura perfeitamente rígida e procura perfeitamente elástica, que são implausíveis no mundo real, quanto maior for o poder relativo da oferta sobre a formação de preços, menor será a redução no preço que a procura consegue captar. Isto é verdade quer o mercado seja concorrencial, quer seja caracterizado por ofertas em monopólio, oligopólio ou concorrência monopolística. Este argumento é provado na Subsecção C.1.1 para o caso concorrencial.

**140. É bem conhecida, mas facilmente esquecida por decisores políticos, a assimetria presente na evidência sobre alterações nas taxas de IVA:** as subidas são largamente passadas ou repercutidas para os consumidores e as descidas largamente retidas pelos vendedores. Em abono deste argumento, existem vários estudos empíricos na literatura microeconómica. Vale a pena reter os ensinamentos no artigo Benzarti *et al.* (2020)<sup>59</sup>. Cobre as alterações de taxas de IVA sobre mais de 2800 bens ocorridas em EM da UE entre 1996 e 2015. Descobriu que os preços tenderam a subir mais após subidas de taxas do que tenderam a descer após reduções de taxas no principal imposto indireto na UE. Concretamente, um mês após a entrada em vigor das novas taxas, a magnitude percentual de repercussão nos preços pagos pelos consumidores das subidas de taxas excede, em média, quase cinco vezes a magnitude da repercussão percentual nos preços das descidas de taxas.<sup>60</sup> Em declarações ao tanque de pensamento finlandês *Labore*, os dois autores nórdicos na equipa daquela publicação afirmaram:<sup>61</sup>

- Jarkko Harju — “Tipicamente, as opiniões sobre efeitos do lado da procura causados por alterações no IVA assumem que os impactos nos preços de subidas e descidas de taxas são simétricos e que as alterações de taxas são repercutidas (passadas) integralmente nos preços pagos pelos consumidores. Porém, o nosso estudo mostra claramente que tais presunções sobreestimam o impacto dos cortes no IVA sobre a despesa de consumo.”
- Tuomas Kosonen — “Na Finlândia e noutros países nórdicos, dados de boa qualidade provenientes das autoridades fiscais permitem o estudo preciso dos impactos comportamentais da tributação. O artigo no *Journal of Political Economy* está em linha com outros estudos nossos que também demonstram que os efeitos dos impostos (indiretos) sobre o consumo de bens e serviços são, de facto, modestos.”

**141. A assimetria na resposta dos preços a subidas e descidas nas taxas de IVA tem outras consequências, porventura pouco conhecidas.** O estudo Benzarti *et al.* (2020) mostra ainda que:

- A assimetria na resposta dos preços resulta em repercussões assimétricas das alterações fiscais nos lucros e nas margens de comercialização;

<sup>59</sup> BENZARTI, Youssef, CARLONI, Dorian, HARJU, Jarkko, e KOSONEN, Tuomas (2020), “What Goes Up May Not Come Down: Asymmetric Incidence of Value-Added Taxes”, *Journal of Political Economy*, vol. 128, n.º 12, Dezembro, pp. 4438–4474. A síntese de resultados aqui apresentada resulta da leitura da versão em “working paper” deste artigo: mesmos autores (2018), [mesmo título](#), Working Paper n.º 23849, National Bureau of Economic Research, Dezembro.

<sup>60</sup> Com exclusão deste efeito, não encontraram resposta estaticamente significativa dos preços em nenhum outro mês de uma janela de 10 meses em torno das subidas e descidas de taxas (p. 17 da versão em *working paper*).

<sup>61</sup> Página-e “[VAT cuts do not increase consumer purchasing power](#)”, 2.9.2020 *Bulletins*.

— As assimetrias nas respostas de preços, lucros e margens persistem no longo prazo.

**142. A segunda razão para a superioridade do subsídio direto sobre o subsídio indireto decorre do efeito de substituição no consumo provocado por alterações em preços relativos.** Já se viu que a primeira razão determina uma perda importante de eficácia nos subsídios indiretos (ou descidas em taxas de imposto indireto) para reduzir o preço enfrentado pelos consumidores. Agora, pretende-se demonstrar que, sobre a parcela de repercussão que possa haver, um subsídio direto de valor monetário igual ao subsídio indireto passado para a família consumidora a deixa, pelo menos, tão feliz. Irá também mostrar-se que, em alternativa, o Estado conseguirá beneficiar a família do mesmo modo e poupar despesa pública se atribuir o subsídio direto em vez do subsídio indireto. A prova formal destes dois argumentos é apresentada nas Secções C.3 e C.4, respetivamente. O próximo parágrafo apresenta a intuição destes resultados através de um exemplo simples.

**143. O facto de os consumidores poderem estar tão bem com cabazes diferentes que envolvam mais unidades de um bem e menos de outro faz com que um subsídio direto nunca seja pior que um subsídio indireto.** Considere-se uma família que compra 10 quilos de laranjas e 10 quilos de tangerinas todos os meses, quando os preços são 1 euro por quilo de laranjas e 1 € por quilo de tangerinas. Suponha-se agora que a inflação atingiu o preço das laranjas em 30%. Sem perda de generalidade, mas para simplificar o cálculo mental, assumamos que o preço das tangerinas se manteve em 1 €/kg. Quer dizer, o preço relativo das laranjas subiu 30%. Como é evidente, o rendimento da família deixa de ser suficiente para comprar 10 kgs de cada fruto: perdeu poder de compra. O Governo decide intervir para anular a perda de poder de compra desta família.

- Caso 1 — escolheu um subsídio indireto sobre o preço das laranjas e admita-se que, após a transferência de despesa pública que serviu para subir o preço da vendedora de laranjas, sobrou a fração de 30 cêntimos por quilo para reduzir o preço a pagar pela família. A medida foi desenhada para apoiar a compra até 10 kgs/mês e por família. Quer isto dizer que a família só poderá beneficiar do subsídio se o aplicar na compra de laranjas. Nestas condições, a família racional irá adquirir os mesmos 10 kgs de laranjas mensalmente. O seu consumo de tangerinas não foi alterado. Em consequência, fica com o mesmo bem-estar que tinha antes da inflação e o Estado fica com a despesa de 3 € mensais com esta família (a que acresce a parte do subsídio sobre os 10 kgs que ficou no bolso da vendedora mais a perda líquida para a sociedade que um subsídio indireto sempre gera, conforme prova formal na Secção C.1).
- Caso 2 — o Estado intervém com um subsídio direto de 3 € mensais depositado na conta bancária da família. É atribuído de modo independente das escolhas de consumo da família e pode ser aplicado como ela entender. Imediatamente percebe que este tipo de subsídio lhe permite, se quiser, comprar o mesmo cabaz que adquiria antes da inflação. Por outras palavras, um subsídio direto de valor igual à parcela do subsídio indireto permite à família beneficiária ficar tão bem como antes da inflação chegar. Porém, rapidamente descobre que pode ficar melhor. Para isso, basta-lhe tirar partido da substituíbilidade entre frutos no seu cabaz de consumo. Por exemplo, se reduzir o consumo de laranjas em quatro unidades, liberta 5,20€ (4 laranjas vezes 1,30 €) que transfere para a aquisição de 5,20 kgs de tangerinas (despesa de 5,20 € a dividir pelo preço unitário de 1 €). Se uma família racional revelar esta alteração no seu comportamento na banca da fruta, ela está a dizer que o cabaz “6 laranjas, 15,2 tangerinas”, só acessível com este tipo de subsídio, lhe confere mais satisfação do que o melhor cabaz permitido pelo subsídio indireto de valor equivalente, 10 quilos de cada fruto.
- Corolário do caso 2 — através de um subsídio direto, é possível assegurar à família que se pretende apoiar o mesmo nível de satisfação que um subsídio indireto consegue proporcionar gastando menos dinheiro dos contribuintes. Se, aos novos preços, ambos os cabazes cabiam no rendimento da família (com o subsídio direto de 3 €), e ela revelou preferir o cabaz “6 laranjas, 15,2 tangerinas” ao cabaz “10 laranjas, 10 tangerinas”, então é porque, ao novo preço relativo, não precisa de um subsídio tão alto (3 €) para obter o mesmo nível de satisfação que o cabaz inicial “10, 10” lhe proporcionava quando o quilo de laranjas custava 1 €. Logo, querendo, o Estado consegue proporcionar à família o nível de satisfação proporcionado pelo subsídio indireto gastando menos de 3 € com este objetivo. A esta poupança acresce, ainda, a despesa que deixaria de realizar no financiamento da subida do preço da vendedora de laranjas.

**144. O Estado português tem no terreno os dois tipos de subsidiação.** No final de 2021 e ao longo de 2022, foram legisladas várias medidas de política orçamental para minorar o impacto da inflação no bem-estar das famílias e no custo de produção das empresas. As apreciações regulares da UTAO à

execução orçamental em contabilidade pública incluem um anexo com a lista tendencialmente exaustiva das medidas políticas para mitigar malefícios da inflação — a mais recente é o [Relatório UTAO n.º 18/2022](#), de 21 de dezembro. Enunciam-se, seguidamente, alguns exemplos.

- Subsídios indiretos: 1) redução na taxa do Imposto sobre Produtos Petrolíferos (ISP) incidente sobre gasolina e gasóleo para todos os consumidores no retalho; 2) redução de vários cêntimos por litro na taxa do ISP aplicável ao gasóleo colorido e marcado, adquirido por empresas do sector primário (agricultura, aquicultura e pescas); 3) subsídio de 10 € por garrafa de gás de petróleo liquefeito para as famílias com contrato de fornecimento de eletricidade, sem contrato de fornecimento de gás natural e que sejam beneficiárias da tarifa social de eletricidade ou de uma prestação social mínima.
- Subsídios diretos: 1) entre novembro de 2021 e abril de 2022 vigorou o instrumento *AUTOvoucher*, que consistiu na transferência de 5,00 € por mês para a conta bancária de cada consumidor em áreas de serviço dos postos de abastecimento de combustível automóvel; 2) Apoio financeiro extraordinário para as famílias mais vulneráveis, um subsídio de 60 € mensal transferido durante alguns meses de 2022 para famílias que cumpriam determinadas condições de recursos financeiros baixos; 3) *Apoio extraordinário a titulares de rendimentos e prestações sociais*, uma transferência bancária única de 125 euros para cada residente com rendimento bruto até 37.800 euros no ano de 2021 e de 50 euros por cada dependente até aos 24 anos de idade.

## 7.5 Outras formas de intervenção nos mercados de bens e serviços

**145. Esta subsecção vai analisar os efeitos na inflação de dois outros instrumentos que entraram na discussão pública nos últimos meses.** Trata-se da tributação de lucros ditos excessivos sobre empresas com dimensão elevada e da fixação de preços máximos. Já houve iniciativas nacionais e da Comissão Europeia nesta frente e é de prever novas propostas em 2023. De uma maneira geral, os proponentes argumentam que ambas as medidas são eficazes para fazer baixar os preços nos mercados assim intervencionados, podendo gerar receitas públicas adicionais para financiar subsídios ou transferências adicionais a favor das empresas e dos cidadãos mais prejudicados pelo imposto inflação. A subsecção apresenta um quadro analítico que permite compreender a motivação dos legisladores e avaliar, de modo *ex ante*, o cumprimento destes objetivos. A tributação do lucro excessivo é analisada na Subsecção 7.5.1 e o estabelecimento de um preço máximo na Subsecção 7.5.2. As explicações decorrem num registo tão intuitivo quanto possível. A demonstração algébrica ou gráfica dos argumentos mais difíceis de estabelecer intuitivamente é deixada para o Anexo D.

### 7.5.1 Tributação do lucro excessivo

**146. Na sequência de uma proposta da Comissão Europeia (CE), Portugal e outros EM adotaram um imposto adicional sobre os lucros de empresas de grande dimensão.** Em 14/09/2022, a CE divulgou uma proposta de regulamento para uma intervenção de emergência dirigida os preços elevados da energia [[COM\(2022\) 473 final](#)]. Entre as várias medidas propostas, encontrava-se o direito de cada EM lançar um imposto novo, assente em princípios uniformes no espaço europeu, sobre o lucro das empresas que oferecem energia obtida a partir de fontes fósseis nos mercados nacionais. Os critérios harmonizados propostos eram: duracão temporária, com a vida útil do tributo restringida ao lucro de 2022; seletividade, ou seja, limitado aos produtores ativos apenas nos sectores do crude, do gás, do carvão e da refinação; adicionalidade, *i.e.*, cada EM teria a possibilidade de manter em paralelo todos os demais tributos existentes sobre estas empresas; definição comum de lucro excessivo, estabelecida como a parcela do lucro de 2022 que exceda 20% do lucro médio obtido nos três anos anteriores (2019 a 2021); taxa mínima de 33% sobre aquela parcela. Em Portugal, esta proposta da CE deu origem à [Lei n.º 24-B/2022, de 30 de dezembro](#), que criou as “Contribuições de solidariedade temporárias sobre os setores da energia e da distribuição alimentar”. Comparando com a proposta da CE, ressaltam várias diferenças: a noção de “temporário” é mais larga, com a incidência objetiva a abarcar dois anos (2022 e 2023); a seletividade é mais pequena, pois também o sector da distribuição alimentar ficou sujeito a este imposto adicional; o período para cálculo do lucro médio passado é alargado a um quarto ano fiscal, o ano de 2018. As empresas de dimensão micro e pequena, na aceção do Decreto-Lei n.º 372/2007, de 6 de novembro, estão excluídas da contribuição sobre a distribuição alimentar. A taxa das duas contribuições ficou fixada em 33%. A apreciação que segue não se pronuncia sobre eventuais problemas legais na

sua aplicação, como a retroatividade e a possibilidade de litigância por parte dos sujeitos passivos sobre a retroatividade e outras questões. Irá concentrar-se na discussão da eficácia das novas contribuições na satisfação dos objetivos preconizados: reduzir a inflação e gerar receita pública. Sempre que adequado, o texto seguinte identificará também os efeitos distributivos das consequências no bem-estar social e na quantidade transacionada no mercado.

**147. Para efeitos de análise económica breve, as novas contribuições de solidariedade podem ser tratadas como um imposto sobre o lucro de empresas com poder de influência sobre o preço do produto que vendem.** O lucro económico do sujeito passivo ( $\pi$ ) é a diferença entre a receita total ( $RT$ ) e o custo total ( $CT$ ),  $\pi = RT(x) - CT(x)$ , em que  $x$  representa a quantidade vendida. O lucro máximo é obtido com a quantidade que iguala a receita marginal ( $Rmg$ ) ao custo marginal ( $Cmg$ ). Considere-se agora o lançamento da contribuição de solidariedade temporária à taxa  $t$ , com  $0 < t < 1$  ( $t = 33\%$  na opção do legislador português). Ignorando, sem perda de generalidade, eventuais diferenças entre lucro económico e lucro fiscal, o objetivo da empresa passa a ser maximizar o lucro após imposto,

$$(1-t)\pi = (1-t)[RT(x) - CT(x)] \quad .$$

**148. A quantidade e o preço não são afetados por este tipo de imposto; a inflação também não.** Como  $t$  é uma constante e diferente de zero, a quantidade que maximiza o lucro após imposto é a mesma que maximizava o lucro antes deste imposto ser criado. Logo, a empresa manterá o preço que cobrava aos consumidores. A demonstração algébrica surge no Anexo D, na Secção D.1. A intuição por detrás deste resultado é o facto de a taxa do tributo impactar de igual modo a receita e o custo totais; na prática, o termo  $(1-t)$  muda a escala da receita e da despesa, mas a quantidade do bem que maximizava  $\pi$  é a mesma que maximiza  $(1-t)\pi$ . Como o preço de equilíbrio não é afetado, conclui-se que o objetivo público de travar a inflação através da tributação do lucro excessivo em atividades que, ao longo de 2022, muito contribuíram para a subida do IPC não é atingido. É verdade que os sectores da energia fóssil e da alimentação não transformada estiveram em 2022 entre os que mais contribuíram para o crescimento acentuado do IPC e do IHPC (recordar evidência portuguesa no Gráfico 4 e da Área do Euro no Gráfico 6); logo, não será por terem de entregar aos Estados uma maior parcela dos seus lucros que irão baixar os preços cobrados aos consumidores.

**149. O novo tributo deverá render receita pública adicional.** Quanto ao outro objetivo dos Estados, arrecadar receita fiscal adicional, ele é exequível. A única forma de a empresa pagar menos imposto é otimizar o planeamento fiscal por forma a conseguir reduzir o lucro antes de imposto. Pouco poderá ter feito quanto à massa tributável de 2022 (daí, o risco de litigância quanto à retroatividade), mas o incentivo para o fazer em 2023 existe. Ambos os resultados são extensivos a mercados concorrenciais, com uma diferença. Quanto mais próximo da concorrência perfeita, menor é o lucro económico e também o lucro fiscal e, conseqüentemente, a receita fiscal porque, na ausência de barreiras à entrada, a concorrência aproxima o preço cobrado do custo médio mínimo no longo prazo.

### 7.5.2 Fixação de um preço máximo

**150. As consequências de um preço máximo dependem crucialmente da estrutura do mercado.** Começa-se por considerar um mercado concorrencial, que é a caracterização relevante de muitos mercados tocados pela inflação. Na verdade, como se viu nos dados do Capítulo 3, a inflação já está disseminada por toda a economia. O que é que aconteceria a um mercado destes se o Estado fixasse um preço máximo? Não é propriamente um instrumento de política orçamental, mas é certamente de política regulatória e económica em geral e, como tal, cabe no contexto deste estudo.

**151. Ao fim de poucos meses, começaria a notar-se escassez de produto no mercado.** Se o objetivo público desta medida administrativa for ajudar a baixar a variação do índice agregado de preços no consumidor, o teto terá de ser fixado abaixo do preço de equilíbrio verificado no momento em que a medida for desenhada. Por definição de equilíbrio, a quantidade oferecida iguala a quantidade procurada. Sejam  $p^e$  e  $x^e$  o preço e a quantidade de equilíbrio antes da intervenção do Estado e seja  $\bar{p}$

o preço máximo que as autoridades determinam, com  $\bar{p} < p^e$  por construção. Perante quantidades oferecidas que crescem com o preço a receber e quantidades procuradas que decrescem com o preço a pagar, os produtores irão oferecer uma quantidade inferior a  $x^e$  e os consumidores irão procurar uma quantidade superior a  $x^e$ . Abre-se, assim, um excesso de procura dado pela diferença entre as novas quantidades desejadas por cada uma das partes. Portanto, é verdade que o preço de equilíbrio baixa após a aplicação da medida, dando este mercado um contributo positivo para reduzir a inflação. Porém, a quantidade transacionada também cai. Quanto ao efeito nas contas públicas, é de esperar uma perda de receita fiscal, tanto na tributação indireta (menos transações, menos IVA e outros impostos indiretos) como na direta (como se verá no próximo parágrafo, o lucro das empresas irá cair, logo pagarão menos imposto sobre o rendimento). Portanto, a fixação de um preço máximo em mercados com grau apreciável de concorrência cumpre um dos objetivos anunciados pelas autoridades neste contexto inflacionário, mas falha o outro.

**152. Em termos de bem-estar, haverá uma perda líquida para a sociedade, perda líquida para as empresas e um efeito ambíguo para os consumidores; haverá também erosão de receita pública.** Estes resultados estão demonstrados graficamente na Subsecção D.2.1. A intuição é a seguinte. Comece-se pelo efeito no excedente dos produtores (equivalente ao efeito no lucro).<sup>62</sup> Tanto o preço recebido como a quantidade vendida diminuirão, pelo que perderão duas parcelas de lucro: sobre a nova quantidade vendida, irão perder rentabilidade unitária, dada pela diferença entre o anterior preço de equilíbrio e o preço máximo,  $p^e - \bar{p}$ ; a segunda parcela de lucro que desaparecerá advirá da redução no volume transacionado. Quanto aos consumidores, o resultado é indeterminado. Por um lado, a descida no preço fá-los-á ganhar excedente<sup>63</sup> sobre a (menor) quantidade ora adquirida. Por outro, perderão excedente sobre a quantidade que deixarão de consumir, a tal escassez de oferta. Com este grau de generalidade, é impossível saber o sinal da soma dos dois efeitos. Porém, haverá perda líquida para a sociedade porque ninguém ficará com as parcelas de excedente que produtores e consumidores perderão. Esta perda líquida no bem-estar social é equivalente à que um imposto indireto criaria (carga excedente ou *deadweight loss*, noções também justificadas na Subsecção C.1.1). Mas a perda para a sociedade não se fica pela destruição de excedentes dos dois lados do mercado intervencionado. Os declínios no volume e no valor transacionados irão contrair a base de incidência de impostos e taxas indiretos, com a consequente evaporação de receita pública. É esta erosão de receita que se deve somar à perda líquida de excedentes para apurar a perda líquida total no bem-estar social.

**153. O instrumento de política incentiva a criação de um mercado paralelo, ilegal, e a formação de um preço informal acima do preço tabelado.** São outras consequências expectáveis do estabelecimento de um preço máximo inferior ao de equilíbrio. O excesso de procura criado pelo tabelamento de preços gera o incentivo para o nascimento de um mercado negro, clandestino ou paralelo. Haverá consumidores dispostos a pagar mais para aceder a maior volume do bem, pagamento sob a forma de preço a entregar à oferta e sob a forma de prémio de risco por desafiar a lei. De igual modo, como o que determina o excesso de procura não é ausência de capacidade produtiva, haverá com certeza empresas dispostas a também correr o risco de enfrentar a justiça vendendo clandestinamente a um preço superior a  $\bar{p}$  mais do que a quantidade que podem vender no mercado legal ou formal. Com a passagem à clandestinidade de parte do mercado, poderão surgir problemas de saúde pública e segurança no consumo, conforme a natureza do bem afetado. A História está repleta destes exemplos, de como a fixação administrativa de preços contraiu mercados formais e criou mercados paralelos. Recordam-se as filas para o leite no Portugal dos anos 70 e as palavras recentes do governador do banco central da Hungria.<sup>64</sup> Filas de espera, prateleiras vazias e aumento nas margens de comercialização de outros

<sup>62</sup> Conceito explicado no par. 295, Subsecção C.1.1.

<sup>63</sup> Conceito também explicado na mesma subsecção, par. 295.

<sup>64</sup> A Hungria introduziu tetos nos preços de combustíveis e vários bens transacionados em mercados retalhistas ainda antes da invasão da Ucrânia a 24/02/2022. Os efeitos desejados pelo Governo não se fizeram sentir. Conta a peça de [Marton Dunai na edição de 29/01/2023 do Financial Times](#) que os preços na alimentação e na energia subiram cerca de 50% em dezembro de 2022, face a igual período do ano anterior (24,5% no IHPC total). Afirma que "(...) the government was last month forced to remove the fuel cap after supplies collapsed, sparking panic buying". Adiante, cita o Governador do banco central, György Matolcsy, outrora classificado pelo

produtos em resposta ao tabelamento de preços de alguns produtos nos supermercados é o que os consumidores húngaros experimentaram em 2022.

**154. Analise-se agora o caso polar de uma estrutura de mercado monopolista.** Serve para dar uma visão aproximada do que poderá suceder se um preço máximo for introduzido num mercado com empresas fazedoras de preço, *i.e.*, com poder negocial suficiente para fixar o próprio preço a que vendem o seu produto. É um caso interessante porque a imposição pelo Estado de um limite superior ao preço de equilíbrio tem a capacidade potencial de replicar a eficiência na afetação de recursos que é reconhecida às estruturas de concorrência perfeita (bem-estar social máximo). Como se disse no par. 147, a empresa monopolista escolhe a quantidade que iguala a receita marginal ( $RMg$ ) ao custo marginal ( $Cmg$ ) e vai cobrar aos consumidores o preço máximo que eles estão dispostos a pagar pela última unidade consumida. Se, em vez de uma empresa única com poder monopolista, este mercado tivesse muitas empresas em regime concorrencial, o preço de equilíbrio seria  $p^e$ , o preço ao qual a curva da procura intersectaria a curva da oferta. Em concorrência, a curva da oferta é a soma das curvas de custo marginal de cada empresa, pelo que, em concorrência, todas as empresas estariam a produzir a quantidade que igualaria  $p^e$  ao seu custo marginal. Imagine-se então que o Estado fixa o preço máximo  $\bar{p}$  ao nível que iguala a procura ao custo marginal da empresa monopolista (nível  $p^e$ ). O monopolista escolhe sempre a quantidade que iguala a  $Rmg$  ao  $Cmg$ . Isto levará a empresa a querer oferecer uma quantidade maior e a cobrar um preço inferior aos praticados antes de o teto existir. Portanto, esta medida de política é eficaz para baixar o contributo de curto prazo deste mercado para a taxa de inflação. Um contributo temporário porque não faz terminar os choques macroeconómicos que possam estar a puxar o  $Cmg$  para cima ao longo dos meses.

**155. A medida tem um impacto indeterminado sobre o lucro económico e a receita pública.** Poder-se-ia pensar que o lucro máximo sujeito a uma restrição (de preço máximo) seria forçosamente menor do que o lucro máximo sem esta restrição. Curiosamente, tal não é verdade. A Subsecção D.2.2 demonstra que a empresa perde margem de rentabilidade sobre a quantidade que vendia antes da intervenção pública e ganha rentabilidade sobre a quantidade adicional que passa a vender ao preço-limite. Sem a estimação econométrica das funções relevantes, é impossível saber qual será o efeito dominante sobre o lucro económico. Quanto a efeitos na receita pública, convém lembrar que não é essa a intenção subjacente ao instrumento regulatório. Porém, ele gera efeitos induzidos sobre a receita de vários tributos e taxas, cujo sinal global também não se consegue apurar. Haverá alterações na receita de impostos e taxas pré-existentes, mas com sinal indeterminado porque o preço e a quantidade evoluem em sentidos opostos.

**156. Quanto a efeitos no bem-estar de outros agentes, pode concluir-se que a fixação de um preço máximo beneficia os consumidores, e é ambígua para a sociedade em geral.** Os consumidores ganham excedente por duas vias. Primeira, ganham com a fruição de uma quantidade maior; segunda, ganham com a redução do preço sobre toda a quantidade comprada ao preço tabelado. A sociedade como um todo (consumidores e empresa deste mercado, e contribuintes em geral são o universo relevante desta medida) poderá melhorar ou piorar. Não se consegue provar que o ganho líquido dos consumidores excede sempre a variação líquida no lucro da empresa; tudo dependerá dos parâmetros em concreto das funções de cada parte e do diferencial entre os dois preços de equilíbrio. Quanto aos contribuintes, a este nível de generalidade não é possível comparar a variação nos excedentes de consumidores e produtor com a variação na receita pública (nem sequer a de IRC). A justificação completa está na Subsecção D.2.2.

---

Presidente Orbán como o seu braço direito para o planeamento económico. Em declarações numa comissão parlamentar em dezembro terá declarado: "The government has not found the keys. (...) We cannot overcome this energy price explosion and inflation crisis in old ways. Communism already showed price caps don't work. That system collapsed. Let's not return to [it] with such techniques". [Num artigo de 07/12/2022, o mesmo jornalista escreveu](#): "The government would remove similar price caps for products including basic foods and financial services if they led to shortages, Gulyás said. György Matolcsy, the central bank's governor, told MPs this week that the caps were a mistake, forcing businesses to recoup losses by raising prices on non-capped products and pushing inflation up by 3-4 percentage points."

**157. Os resultados desta intervenção pública não são indiferentes para a regulação económica de mercados pouco concorrenciais do lado da oferta.** A concorrência perfeita seduz face ao monopólio porque, através da ação espontânea, descentralizada e não coordenada dos agentes económicos, gera uma afetação de recursos que maximiza o bem-estar social. Quer dizer, a quantidade do equilíbrio concorrencial coincide com a quantidade que maximiza o bem-estar social. O monopólio gera uma afetação ineficiente, já que a quantidade de equilíbrio é diferente (inferior à que maximiza o bem-estar social). Ora, o resultado intuído no parágrafo 154 aponta para uma quantidade de equilíbrio que é a quantidade socialmente ótima, desde que o preço tabelado seja o preço de equilíbrio concorrencial ( $\bar{p} = p^e$ ). Este facto leva reguladores de mercados com muito poucos ofertantes e mandatados para preferir o interesse dos consumidores a interessarem-se pelo estabelecimento de preços máximos.

**158. Preços tabelados melhoram a eficiência na afetação perante empresas com poder de mercado substantivo, mas é importante prestar atenção a possíveis contraindicações.** Enquanto esta melhoria na eficiência produtiva e o contributo positivo para reduzir a inflação se manifestam num prazo relativamente curto, aquelas contraindicações são efeitos porventura perversos para a política económica em geral e que levam mais tempo a materializar-se. A primeira contraindicação é o conflito entre aqueles resultados socialmente benéficos no curto prazo e a política de descarbonização. Tal é evidente se o preço máximo for aplicado a combustíveis rodoviários, gás natural (tanto o consumido por famílias como o adquirido por empresas intensivas na sua utilização) ou eletricidade obtida a partir de fontes fósseis. A redução do preço destes bens irá aumentar a procura por eles e, portanto, desfazer o que a política de descarbonização pretende. Não faz sentido subsidiar a transição energética e, ao mesmo tempo, incentivar, pelo preço (via teto ou subsídio) a utilização de produtos geradores de gases com efeito de estufa significativo. Este efeito perverso é tanto mais forte quanto é certo que já se iniciou uma competição entre países pela captura de investimento em tecnologias verdes e, portanto, os que mantiverem preços baixos por decisão administrativa ou fiscal partem em desvantagem nesta competição internacional (ver nota de rodapé 81). A segunda contraindicação acontece, a médio e longo prazos, sobre a própria eficiência produtiva nos mercados com preço tabelado se o lucro das empresas cair em resultado desta medida regulatória e anti-inflacionista. Se ela permanecer em vigor vários anos, a queda da rentabilidade irá limitar a disponibilidade a gastar em investimento físico e investigação e, consequentemente, travar a descida do custo médio no futuro e o desenvolvimento de variantes de produto mais produtivas para os utilizadores, o que trará consequências negativas para a eficiência dinâmica deste mercado e dos mercados a jusante. Finalmente, a terceira e última contraindicação: custos administrativos elevados para manter preços máximos indutores de eficiência. Com efeito, é importante ter em conta que a manutenção de tetos aos preços durante vários anos é uma grande dor de cabeça para as autoridades regulatórias. Note-se que alterações nos preços dos fatores produtivos deslocam as curvas de custo para cima ou para baixo e o preço máximo do produto necessita ser permanentemente ajustado para refletir as alterações nos custos marginal e médio, sob pena de os preços máximos se tornarem ineficazes (caso fiquem acima do preço de equilíbrio) ou de destruir o mercado (se os preços tabelados ficarem demasiado baixos, a ponto de a taxa de rentabilidade ser inferior ao custo de oportunidade do capital, não haverá oferta). Tudo visto e somado, recomenda-se prudência e curta duração na adoção de preços máximos para limitar a inflação. Há outros instrumentos regulatórios na caixa de ferramentas da Economia Industrial para limitar o abuso de posição dominante em mercados pouco concorrenciais.

## 7.6 Salários da função pública e teletrabalho

**159. No papel de empregador, pode o Estado tomar medidas concretas para mitigar a corrosão inflacionista no poder de compra dos seus trabalhadores?** A resposta é afirmativa, embora justifique uma análise económica. Como em quase todas as dimensões da política, há que entender o quadro geral do problema, estudar as medidas mitigadoras alternativas, prestar atenção a efeitos diretos e de curto prazo, mas também a impactos induzidos, a prazos mais alargados e a domínios estruturantes da vida coletiva porventura ignorados em decisões simplistas. No fim do dia, há escolhas a assumir. Como sempre.

**160. Há quem argumente a favor de aumentos transversais nos salários do sector público para repor o poder de compra destruído pelo imposto inflação.** Em abono desta tese, invocam os cofres cheios do Estado à conta da inflação, as taxas de inflação verificada em 2022 (8,1% em média anual do IHPC) e esperada para 2023 (plausível entre 4,0% e 6,0%),<sup>65</sup> o acréscimo transversal de apenas 2% para a generalidade das retribuições pecuniárias nas AP e os aumentos transversais superiores aplicados por muitas empresas privadas. Entendem os defensores desta tese que o Estado pode e deve ir bem acima dos 2% para todos os trabalhadores porque a subida generalizada nos preços junto dos consumidores veio para ficar (não é crível uma deflação significativa nos próximos anos), pelo que os ganhos de receita fiscal indireta também, havendo assim espaço orçamental para acomodar aumentos permanentes que possam quase anular a perda acumulada de poder de compra desde janeiro de 2022.

**161. Uma primeira nota de enquadramento para refletir sobre aumentos salariais é o reconhecimento de que há um problema estrutural na gestão de recursos humanos nas AP portuguesas.** O problema tem décadas, causas independentes da inflação e não pára de se agravar. As AP estão a perder competitividade no mercado de trabalho desde, pelo menos, o início do século XXI, nos segmentos com formação superior. São evidentes as dificuldades de captação e retenção de recursos humanos diferenciados em quase todas as áreas produtivas e evidentes são também os sinais de degradação na qualidade dos serviços prestados aos cidadãos e às empresas. Há muito que as tabelas remuneratórias deixaram de ser geridas como “o preço de um recurso produtivo” para se transformarem em instrumento de consolidação orçamental e redistribuição do rendimento. Numa perspetiva de longo prazo, as progressões remuneratórias são muito lentas e baixas em comparação com a concorrência do sector privado e do estrangeiro. O Estado tem cada vez mais dificuldade em convencer os jovens sobre a atratividade das carreiras que lhes consegue, na realidade, oferecer. Quem gere recursos humanos na AP ao mais alto nível tem de se preocupar com esta questão e em soluções concretas para captar e reter os melhores. Não é só de promessas pecuniárias atraentes e creíveis numa perspetiva de carreira que a competitividade do sector público poderá ser restaurada; cada vez mais, os trabalhadores prezam outros valores, como flexibilidade na gestão do tempo, qualidade dos ambientes de trabalho e reconhecimento do mérito.

**162. Não se deve usar um instrumento de política conjuntural para resolver um problema estrutural.** Uma hipotética atualização dos níveis remuneratórios individuais bem acima dos 2% para todos os trabalhadores seria uma resposta conjuntural a um problema que se deseja ser temporário, a inflação. Mas é importante sublinhar que tal atualização transversal nunca será uma resposta estrutural para o problema estrutural de perda da competitividade pública nos mercados de trabalho. Não é este o espaço adequado para discutir em profundidade remédios para o problema estrutural, mas o parágrafo 161 já deixou algumas pistas para reflexão.

**163. A indexação generalizada de preços, mormente dos fatores de produção, à taxa de inflação é um regime perigoso do ponto de vista macroeconómico.** Anestesia os agentes económicos a ponto de não darem o seu contributo para combater a inflação através da mudança de comportamento nos mercados em que atuam (*vide* Secção 6.1). A indexação generalizada contraria o papel da política monetária e desencadeia o risco, muito plausível, de o fenómeno inflacionista se tornar incontrolável, com o prolongamento acentuado dos malefícios para todos que foram identificados no Capítulo 4. É por esta razão que poucos países mantêm em lei regras de atualização automática para bens e serviços com enorme abrangência nos cabazes de consumo das famílias e nos cabazes de fatores produtivos das empresas e das AP. Este é um argumento forte para contrariar a eventual atualização transversal de todos os salários das AP à taxa de inflação observada, à taxa de inflação esperada ou a ambas nesta conjuntura.

<sup>65</sup> Dados mais recentes à data de fecho deste texto para a taxa de variação do IHPC em média móvel anual para Portugal e Área do Euro revelam:

- Taxas verificadas em janeiro de 2023: 8,5% e 8,5% (estimativa rápida), respetivamente (fontes [INE](#) 10/02/2023 e [Eurostat](#) 01/02/2023, respetivamente);
- Taxas previstas para conjunto de 2023: 5,4% e 5,6%, respetivamente (fonte [CE](#) 13/02/2023).
- Expectativas de consenso para o conjunto de 2023 na Área do Euro = 8,5% segundo [Trading Economics](#), consulta em 13/02/2023.

**164. Dito isto, há algo que o poder político pode fazer com impacto efetivo e visível no bolso dos trabalhadores do sector público e praticamente sem impacto financeiro para as AP: promover o teletrabalho.**

O modelo tradicional de organização do trabalho obriga à presença física quotidiana dos trabalhadores no local de trabalho proporcionado pelas entidades empregadoras. Ora o advento das tecnologias de comunicação tem vindo a desafiar seriamente este modelo há mais de uma década. A pandemia foi um laboratório real sem precedente histórico para experimentar, em larga escala, e em múltiplos sectores de atividade económica, as virtudes e as limitações de produzir serviços remotamente, sem a presença física da força de trabalho nos postos dos empregadores. Provou ser possível manter e até reforçar a produtividade das equipas que não exigem contacto face-a-face quotidiano para desenvolver as suas tarefas, com vantagens para as organizações, os trabalhadores e as suas famílias. Hoje em dia, muitas empresas já mudaram para modelos híbridos com forte peso do trabalho remoto, inovando nos processos de avaliação do desempenho, cada vez mais centrados nos resultados e menos no controlo da assiduidade. Como é evidente, a redução no número de deslocações casa-trabalho impacta positivamente no rendimento disponível dos trabalhadores e deve ser mesmo considerado como um sucedâneo eficaz de subsídios ou aumentos de salário nominal para compensar a erosão de poder de compra causada pela inflação. O desafio que aqui se lança ao poder político português é aproveitar o momento para autorizar e, mesmo, encorajar as chefias dos serviços e das empresas públicas a implantarem a curto prazo modelos híbridos com presença dominante da componente remota. Por que não regimes com 60% a 80% do trabalho prestado fora das instalações dos empregadores? Os regimes deverão ser flexíveis e confiar no princípio da subsidiariedade: diversos entre organizações e entre unidades orgânicas de uma mesma organização, responsabilizando as chefias mais próximas de cada trabalhador e este pela entrega de resultados no regime que entre eles for combinado, e prevendo a possibilidade de revisão em face da avaliação dos resultados.

**165. Uma medida assim, sendo credível no longo prazo, irá trazer alterações apreciáveis em várias dimensões importantes para o desenvolvimento económico e social de Portugal.** Estão em causa muitas externalidades positivas e também alguns efeitos de sinal contrário na atividade económica dos sectores mais intensivos em contacto presencial. Os próximos parágrafos enunciam brevemente estas consequências. Demonstrarão que modelos híbridos flexíveis com peso predominante da prestação remota de trabalho são um instrumento conjuntural para resolver o problema temporário da inflação, mas também um instrumento estrutural para ajudar a resolver problemas estruturais.

**166. A conciliação da vida profissional com a vida privada e as responsabilidades familiares é uma área crítica para a felicidade, em geral, das pessoas e a promoção da muito necessária natalidade.** O espaço mediático está repleto de gravações com declarações laudatórias dos decisores políticos sobre a necessidade de o país promover a compatibilidade entre aqueles valores. Porém, na prática, os resultados alcançados são inversamente proporcionais à intensidade desses discursos escutados desde há mais de 20 anos. Ora a experiência em larga escala do teletrabalho em 2020 e 2021, em todo o mundo, veio demonstrar à saciedade que não foi ainda inventado instrumento mais poderoso para promover aquele objetivo que o teletrabalho. Não há inquérito que não demonstre a satisfação de maiorias largas dos inquiridos com o facto de terem podido trocar um horário rígido com custos de comutação significativos por horários flexíveis em que o tempo de comutação pôde ser usado em benefício da família e do próprio, a par, em muitos casos também, de mais tempo dado aos empregadores. A poupança pecuniária nos movimentos de comutação permitido por aquela troca transferiu-se para um padrão de consumo e poupança mais conforme com a utilidade de cada um. Basta atentar num exemplo numérico simples para se perceber bem qual é o potencial transformador do teletrabalho. Imagine-se um indivíduo que gasta uma hora e meia por dia em comutação (média de 45 minutos em cada sentido). Ao fim de cinco dias úteis nas instalações do empregador, desperdiçou 7,5 horas, o equivalente a um sexto dia de trabalho na semana.

**167. A estabilização de modelos com predominância do trabalho remoto levará a ajustamentos nalguns sectores intensivos em contactos presenciais.** Trata-se de restauração, ginásios e outros que vendem serviços em dias úteis nas imediações de concentrações fortes de postos de emprego público. No curto prazo, poderá haver diminuição da procura dirigida a estes estabelecimentos por haver menos trabalhadores públicos a frequentá-los à hora de almoço ou logo a seguir à hora de saída dos empregos.

Porém, estes mesmos sectores irão ganhar clientes nas localizações próximas das residências; por exemplo, a restauração nestes locais poderá ganhar na modalidade de refeição no estabelecimento ou na modalidade de levar para ou entregar em casa. Mesmo para os estabelecimentos próximos de postos de trabalho públicos com expressão significativa, não é líquido que venham a perder rentabilidade e emprego no curto e no médio prazos: estes locais, maioritariamente situados em zonas muito específicas das cidades (sobretudo, Lisboa), são também conhecidos pela atratividade turística, o que lhes garantirá uma bacia de procura mais afluyente para compensar a perda de consumidores que trabalhem para as AP, com a possibilidade de reconversão para um patamar superior de rentabilidade.

**168. Os benefícios na saúde pública não serão negligenciáveis.** O teletrabalho a tempo parcial, ainda que predominante, diminui o “stress” para quem vive e trabalha nas áreas metropolitanas de Lisboa e Porto. Estes benefícios decorrem imediatamente da redução expressiva no custo de oportunidade da comutação diária e da melhoria eloquente na compatibilização das obrigações profissionais com os objetivos e as responsabilidades da vida familiar e privada. Melhor saúde alavanca a felicidade pessoal e diminui os gastos públicos e privados com a doença.

**169. A redução significativa nas emissões de gases com efeito de estufa serão uma ajuda importante para as mui necessárias mitigação das e adaptação às alterações climáticas.** Com menos pessoas a viajar nas áreas metropolitanas, sobretudo em horas de ponta, haverá uma redução da pegada carbónica e uma diminuição no défice da balança energética do país face ao resto do mundo.

**170. Mais teletrabalho será também um estímulo muito poderoso para a transição digital, outro magno objetivo das políticas públicas nacionais e internacionais.** Por um lado, incentivarão os trabalhadores inicialmente menos à vontade com a utilização de tecnologias de informação e comunicação a desejar adquirir mais competências nesta área, pois sabem que elas serão úteis para o seu reconhecimento profissional e para o prazer na vida particular. Por outro lado, as próprias AP serão encorajadas com esta medida a acelerar a inovação digital nos seus modelos de negócio (*back- & front-office activities*) e a modernizar os seus modelos de avaliação de desempenho e medição da própria produtividade. As inovações do lado da oferta na indústria da computação não param e maior procura em Portugal por soluções facilitadoras do trabalho em rede serão uma oportunidade para empresas tecnológicas nacionais escalarem a sua atividade e o emprego diferenciado.

**171. Finalmente, há a considerar o impacto favorável a longo prazo na geografia económica e no problema da habitação.** O debate em Portugal sobre assimetrias territoriais tem sido como a discussão sobre a conciliação entre a vida profissional e a vida pessoal: muito floreado, mas inconsequente em matéria de soluções. Pelo menos, há o reconhecimento generalizado de que o esvaziamento dos territórios rurais se deve à perda de empregos para os territórios com as mais elevadas densidades de ocupação humana. Ora bem, o teletrabalho permite fazer a viagem em sentido inverso: levar fontes de rendimento para territórios com menor densidade populacional, embora não necessariamente os espaços da baixa densidade. Mais rendimento e mais população em idade de trabalhar fora das grandes cidades serão o catalisador natural, quiçá o melhor que a sociedade conseguiu inventar até hoje, para o desenvolvimento económico de largas franjas desfavorecidas do território nacional. Tudo isto sem subsídios públicos significativos, tudo graças, sobretudo, à estimulação eficaz da iniciativa dos agentes económicos. Haverá, plausivelmente, uma emulação destes movimentos de desconcentração populacional entre sectores público e privado, desde que a nova orientação política sobre prestação remota de trabalho seja credível a longo prazo. Claro que as grandes cidades não irão colapsar nem as localidades de menor densidade populacional irão agigantar-se; a necessidade de ir vários dias por mês às instalações dos empregadores colocará um limite no raio quilométrico de deslocalização das residências. Na medida em que os novos modelos de prestação de trabalho se consolidem e as regras nas organizações públicas e privadas sejam estáveis e previsíveis, os trabalhadores irão ajustar-se e mudar as suas escolhas de localização para residir e trabalhar. Terão acesso, em termos comportáveis, a melhores e maiores habitações fora das grandes cidades e os preços do solo nestas poderão baixar a prazo. O próprio défice crónico de habitação em Portugal poderá ser impactado muito favoravelmente com a adoção resoluta e credível do teletrabalho nos sectores em que tal é possível. Claro que muitas outras economias de aglomeração continuarão a verificar-se e a viabilizar cidades grandes em Portugal.



## 8 A política monetária do Banco Central Europeu no período inflacionista: desenvolvimentos factuais e indicadores de acompanhamento macroeconómico

**172. Concluída a digressão analítica nos dois capítulos anteriores sobre as escolhas que se abrem nas políticas económicas para lidar com os malefícios da inflação, é tempo de recensear as medidas de política monetária na Área do Euro tomadas até ao momento.** Este capítulo é, essencialmente, descritivo, já que a análise económica dos dilemas enfrentados pela política monetária nos dois lados do Oceano Atlântico foi exposta na Secção 6.3. Ele está assim organizado. A Secção 8.1 serve de enquadramento ao que a autoridade monetária europeia faz para influenciar a marcha dos índices agregados de preços. Apresenta a missão e o objetivo final da política monetária e sintetiza os canais de transmissão da mesma à economia real, em particular aos preços dos bens e serviços. As decisões tomadas em 2022 até ao momento de fecho na recolha de dados para este estudo são recordadas na Secção 8.2. O BCE criou um dispositivo para minimizar o risco de uma nova crise de dívidas soberanas na Área do Euro e ele é explicado na Secção 8.3. A secção seguinte apresenta as mudanças corridas nos últimos meses num não menos importante instrumento da política monetária, que é a comunicação do BCE com o mercado e os agentes económicos em geral. Finalmente, a Secção 8.5 reúne uma bateria de estatísticas sobre informação conjuntural relevante na Área do Euro para se compreender a modulação dos instrumentos da política ao longo dos últimos anos. As mesmas variáveis sobre Portugal são comparadas com o espaço da união monetária. O Anexo E compara os níveis das taxas diretoras entre a Área do Euro e os EUA, desde a grande crise financeira internacional deste século.

### 8.1 Enquadramento e mecanismo de transmissão da política monetária

**173. Este capítulo enquadra a política monetária e evidencia as mais recentes decisões de política monetária do Banco Central Europeu (BCE). O objetivo primordial do BCE é manter a estabilidade de preços, salvaguardando o valor do euro.** A política monetária da Área do Euro é definida e implementada pelo Eurossistema,<sup>66</sup> entidade que engloba o BCE e os bancos centrais nacionais da Área do Euro, e tem como objetivo primordial a manutenção da estabilidade de preços, mantendo o valor do euro. A estabilidade de preços é essencial para o crescimento económico e a criação de emprego, dois dos objetivos da União Europeia, e representa o contributo mais importante que a política monetária pode dar neste domínio.<sup>67</sup> Assim, a política monetária da Área do Euro é:

- **definida** pelo Conselho do BCE;<sup>68</sup>
- **executada** pela Comissão Executiva do BCE (de acordo com as orientações e as decisões do Conselho do BCE);<sup>69</sup>
- **implementada** de forma descentralizada pelos bancos centrais nacionais (rede que inclui o Banco de Portugal), de acordo com as instruções fornecidas pela Comissão Executiva do BCE.

**174. O Conselho do BCE considera que a estabilidade de preços é assegurada mais eficazmente com um objetivo simétrico de inflação de 2%, no médio prazo.** Este é o objetivo (*target*) da política monetária. Para ela, a inflação é medida pela variação do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), sendo calculada por uma entidade independente, o Eurostat. O IHPC referente à Área do Euro reflete a despesa média das famílias deste espaço geográfico com base num cabaz de bens e serviços. Os

<sup>66</sup> A UTAO usa a grafia com duplo "s" por subscrever a opinião linguística expressa em "[O uso da forma 'Eurossistema'](#)", in Ciberdúvidas da Língua Portuguesa, página consultado em 10/02/2023.

<sup>67</sup> Sem prejuízo do objetivo de estabilidade de preços (que é o objetivo primordial da política monetária), o Eurossistema apoia também as políticas económicas gerais da União Europeia, contribuindo deste modo para a concretização dos objetivos da União. Entre estes objetivos, incluem-se: um elevado nível de emprego, um crescimento económico equilibrado e um elevado nível de proteção e melhoria da qualidade do ambiente.

<sup>68</sup> O Conselho do BCE é constituído pelos membros da Comissão Executiva do BCE e pelos governadores dos bancos centrais nacionais dos Estados-Membros da Área do Euro.

<sup>69</sup> A Comissão executiva do BCE é composta pelo Presidente do BCE, pelo Vice-Presidente do BCE e por mais quatro membros nomeados pelo Conselho Europeu.

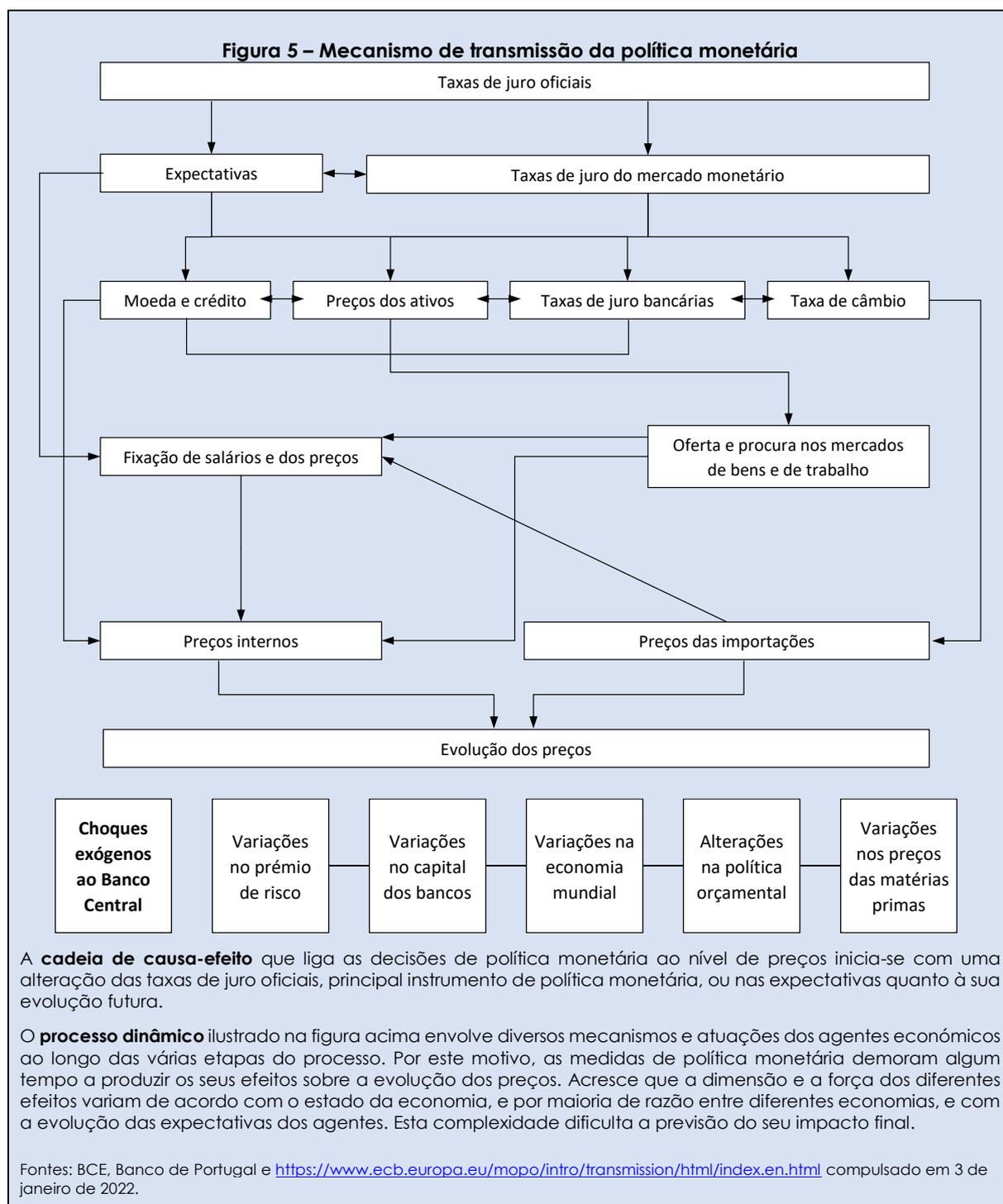
parágrafos 39 e 40 explicaram as diferenças entre IPC e IHPC. A indicação de “médio prazo” no objetivo pretende ter em consideração dois fatores: i) a existência de volatilidade de curto prazo na formação dos preços, a qual não pode ser controlada pela política monetária, e, ii) o desfasamentos e incerteza na transmissão da política monetária à atividade económica e à inflação.

**175. As decisões de política monetária tomadas pelo Conselho do BCE são fundamentadas na avaliação integrada das perspetivas e dos riscos para a estabilidade de preços.** Esta avaliação assenta em duas análises independentes: a análise económica e a análise monetária e financeira. A análise económica, tal como o próprio nome indica, incide sobre a evolução real e nominal da economia e baseia-se, nomeadamente, na evolução de curto prazo do crescimento económico, do emprego e da inflação, na avaliação de choques que possam atingir a Área do Euro e nas projeções das variáveis macroeconómicas relevantes num horizonte de médio prazo. Por seu lado, a análise monetária e financeira centra-se nos indicadores monetários e financeiros, com destaque para o funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária e para os possíveis riscos para a estabilidade de preços, no médio prazo, resultantes de desequilíbrios financeiros e fatores monetários. A forma como o mecanismo de transmissão da política monetária se desenrola é explicitada na Caixa 1 abaixo. Ressalva-se o seguinte. A caixa descreve o mecanismo clássico de transmissão, segundo o qual os impulsos da política sobre a economia são um vetor de taxas de juro decididas administrativamente pelo BCE (as chamadas taxas de juro oficiais). Outros instrumentos possíveis da política monetária são as operações de compra e venda de ativos financeiros (moeda estrangeira, obrigações emitidas por devedores soberanos e privados, ouro), persuasão junto das instituições financeiras e comunicação junto dos operadores dos mercados financeiros e do público em geral.

**Caixa 1 – O mecanismo de transmissão da política monetária baseada em taxas de juro oficiais: de que forma as decisões de política monetária afetam os preços?**

O **mecanismo de transmissão da política monetária** define-se como o processo através do qual as decisões de política monetária afetam a economia em geral e o nível de preços em particular.

Os **canais de transmissão** da política monetária são as ligações através das quais os impulsos de política monetária se transmitem a outras variáveis e à economia.



## 8.2 As decisões de política monetária desde julho de 2022: taxas diretoras, programas de compras de ativos e o novo mecanismo anti-fragmentação

**176.** Das decisões de política monetária, tomadas pelo Conselho de Governação do Banco Central Europeu (BCE) em 21 de julho de 2022, destacam-se o aumento em 50 pontos base (p.b.) das três taxas de juro diretoras do BCE e a aprovação de um novo instrumento de política monetária, o designado **Instrumento de Proteção da Transmissão (IPT)**. Estas decisões de política monetária foram tomadas tendo em conta o mandato atribuído ao BCE, a manutenção da estabilidade de preços, cujo objetivo se traduz numa inflação de 2% no médio prazo. Foi nesta reunião que a autoridade monetária na Área do Euro iniciou a inversão da orientação da sua política. Assinalam-se, de seguida, as decisões do Conselho do BCE norteadoras da política monetária assumidas em 21 de julho de 2022:

- **Aumento das três taxas de juro diretoras do BCE em 50 p.b..** A taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento e as taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito foram aumentadas para 0,50%, 0,75% e 0,00%, respetivamente, com efeitos a partir de 27 de julho de 2022. Ficou decidido que as reuniões seguintes do Conselho ponderariam uma maior normalização das taxas de juro. A antecipação da saída de taxas de juro negativas, decidida na reunião de 21 de julho, permite ao Conselho do BCE fazer uma transição para uma abordagem reunião a reunião, quanto a decisões futuras sobre taxas de juro. A autoridade monetária reafirmou que a trajetória futura das taxas de juro diretoras continuará a depender da informação existente e ajudará a cumprir a meta de inflação de 2% no médio prazo;
- **Reinvestimento dos pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no âmbito do programa PEPP até, pelo menos, final de 2024.** Relativamente às aquisições ao abrigo do programa de compra de ativos para responder à emergência pandémica (*Pandemic Emergency Purchase Programme* — PEPP), com uma dotação total de 1850 mil M€, o Conselho do BCE declarou tencionar **reinvestir as amortizações de capital dos títulos vencidos adquiridos no âmbito do PEPP,<sup>70</sup> pelo menos até ao final de 2024**, sinalizando que “*a futura descontinuação gradual da carteira do PEPP será gerida de modo a evitar interferências com a orientação de política monetária apropriada*”;
- **Reinvestimento dos pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no âmbito do programa APP.** Foi decidido continuar a reinvestir a totalidade dos pagamentos de capital dos títulos vencidos adquiridos no âmbito do programa de compra de ativos (*Asset Purchase Programme* — APP), durante um período prolongado após a data de início das subidas nas taxas de juro diretoras do BCE, e enquanto for necessário para manter condições de liquidez amplas e uma orientação de política monetária adequada.
- **Criação do Instrumento de Proteção da Transmissão.** Trata-se de um instrumento novo, esboçado na reunião de junho e nesta concretizado, com a finalidade específica de combater o risco de fragmentação da Área do Euro perante os efeitos da inflação e da subida das taxas de juro no diferencial de prémios de risco entre dívidas soberanas dos EM.

**177. A decisão tomada a 21 de julho de 2022 pelo Conselho do BCE, relativa à normalização das taxas de juro diretoras (aumento de 50 p.b.), foi mais expressiva do que havia sido sinalizado na reunião anterior. A normalização das taxas de juro seria prosseguida em futuras reuniões, tendo presente o Instrumento de Proteção da Transmissão e a unicidade da política monetária.** Esta decisão baseou-se na avaliação efetuada pelo Conselho do BCE sobre os riscos de inflação e no apoio do novo Instrumento de Proteção da Transmissão (IPT) quanto à eficácia na transmissão da política monetária em toda a Área do Euro. Em junho, tinha sido sinalizado o acréscimo de apenas 25 p.b. nas taxas de juro diretoras e a reunião de 21 de julho acabou por dobrar essa intenção. A esta mudança, não terão sido alheias a intensificação das pressões inflacionistas em todos os EM e as dificuldades de consensualização entre membros do Conselho de Governação do BCE do desenho do IPT a anunciar nesta reunião. O Conselho sinalizou que a normalização das taxas de juro seria prosseguida nas reuniões seguintes. A criação do IPT foi justificada com a necessidade de apoiar a transmissão eficaz da política monetária em todos os EM. Com efeito, no futuro, à medida que se efetivar a normalização da política monetária, o IPT servirá para garantir a transmissão uniforme da política monetária em todos os países da Área do Euro. O Comunicado salienta que a unicidade das decisões de política monetária do BCE é uma condição prévia para que este cumpra o seu mandato de manutenção da estabilidade de preços. Algum detalhe sobre o novo IPT é apresentado na Secção 8.3 abaixo.

**178. Em 8 de setembro de 2022, o Conselho do BCE decidiu elevar novamente as três taxas de juro diretoras do BCE em 75 p.b.. Nesta data, o Conselho do BCE informou que esperava voltar a aumentar as taxas de juro nas reuniões seguintes (o que se veio a verificar).** A subida das taxas de juro visa atenuar a evolução da procura e evitar que as expectativas de inflação se tornem persistentes. A decisão tomada, a secundar no futuro próximo, deve-se ao facto de a inflação permanecer demasiado elevada

<sup>70</sup> Na perspetiva de caixa dos emitentes (Estados e empresas), estes fluxos são pagamentos de capital. Para a tesouraria dos detentores dos títulos representativos dessa dívida, são recebimentos de capital. Num caso e noutro trata-se de amortizações do capital em dívida pelos emitentes.

e se acreditar que assim permaneça durante um período prolongado. Com efeito, nesta data, o BCE reviu em alta as suas projeções de inflação para: 8,1% em 2022, 5,5% em 2023 e 2,3% em 2024.<sup>71</sup> Assim, a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento e as taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito serão aumentadas em 75 p.b. para 1,25%, 1,50% e 0,75%, respetivamente, com efeitos a partir de 14 de setembro de 2022. O BCE decidiu manter a política de reinvestimento dos pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito do programa PEPP até, pelo menos, final de 2024, e dos pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito do programa APP.

**179. Em setembro, o Conselho do BCE decidiu continuar a acompanhar as condições de financiamento bancário e assegurar que o vencimento dos fundos cedidos no âmbito da terceira série de ORPA Direcionadas não prejudicaria o mecanismo de transmissão regular da política monetária à economia.<sup>72</sup>**

Neste sentido, o Conselho do BCE indicou também que iria avaliar regularmente o modo como estas operações de refinanciamento contribuem para a orientação da política monetária. Por fim, o Conselho do BCE referiu que *“está preparado para ajustar todos os seus instrumentos, no âmbito do seu mandato”*, para garantir que a inflação estabiliza no objetivo de 2% no médio prazo. Neste sentido, o novo Instrumento de Proteção da Transmissão está disponível para contribuir para uma transmissão uniforme da orientação da política monetária no conjunto dos países da Área do Euro, contrariando dinâmicas de mercado desordenadas, injustificadas e que possam representar uma ameaça grave para a transmissão da política monetária em todos os países da Área do Euro — mais informação na Secção 8.3 abaixo.

**180. Mais recentemente, em 27 de outubro de 2022, o Conselho do BCE decidiu efetuar o terceiro aumento consecutivo das três taxas de juro diretoras do BCE, informando ainda que espera continuar a aumentar as taxas de juro.** Esta subida das taxas de juro, em 75 p.b., visou, como nos casos anteriores, reduzir o apoio à procura e prevenir o risco de uma inflação persistente. Esta decisão deverá ser repetida nos meses seguintes, foi a intenção reiterada nesta reunião. Assim, a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento e as taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito foram aumentadas em 75 p.b. para 2,00%, 2,25% e 1,50%, respetivamente, com efeitos a partir de 2 de novembro de 2022. Manteve-se a atual política de reinvestimento dos pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito do programa PEPP até, pelo menos, final de 2024, e dos pagamentos de capital dos títulos vincendos adquiridos no âmbito do programa APP.

**181. Na sequência destas decisões, na reunião de outubro, o Conselho do BCE decidiu ajustar as taxas de juro aplicáveis às ORPAD-III.** Assim, de 23 de novembro de 2022 até à data de vencimento ou reembolso antecipado de cada uma das ORPA Direcionadas III em dívida, a taxa de juro destas operações de cedência de liquidez passou a estar indexada à média das taxas de juro diretoras do BCE, aplicáveis durante esse período.

**182. No final do ano transato, em 15 de dezembro, o Conselho do BCE decidiu efetuar o quarto aumento consecutivo das três taxas de juro diretoras, agora em 50 p.b.. Nesta data, o BCE informou que espera continuar a aumentar as taxas de juro em razão de revisões em alta das perspetivas de inflação.** Neste sentido, o BCE comunicou que as taxas de juro irão ainda aumentar de forma significativa e a um ritmo constante até que sejam atingidos níveis suficientemente restritivos que assegurem o retorno da inflação à meta de 2% no médio prazo. Nesse contexto orientador, a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento e as taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito foram aumentadas nesta reunião em 50 p.b. para 2,50%, 2,75% e 2,00%, respetivamente, com efeitos a partir de 21 de dezembro de 2022. A manutenção das taxas de juro em níveis restritivos reduzirá, acredita o banco central, a inflação, uma vez que conterà a procura,

<sup>71</sup> Banco Central Europeu, [comunicado](#) sobre as decisões de política monetária, 8 de setembro de 2022. | [ECB staff macroeconomic projections for the euro area, September 2022 \(europa.eu\)](#).

<sup>72</sup> ORPAD, designação portuguesa para Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado Direcionadas, corresponde à expressão TLTRO — *Targeted Longer-Term Refinancing Operations* na língua inglesa. A terceira série de Operações de Refinanciamento de Prazo Alargado Direcionadas designa-se por ORPAD-III.

e contribuirá para mitigar o risco de deslocação ascendente e persistente das expectativas de inflação.<sup>73</sup>

**183. Na reunião ocorrida no final de 2022, o BCE também decidiu sobre princípios a seguir acerca do Ativo no balanço do Eurossistema.** O Conselho do BCE anunciou que continuará a reinvestir até ao final de fevereiro de 2023 a totalidade dos pagamentos de capital de títulos vincendos adquiridos no âmbito do APP. A novidade desta deliberação esteve na fixação da data. A partir de março de 2023, a carteira de ativos adquiridos no âmbito do programa APP diminuirá a um ritmo previsível. O Eurossistema deixará de reinvestir todos os pagamentos de capital de títulos vincendos, reduzindo o *stock* detido a um ritmo de 15 mil M€ por mês até ao final de junho de 2023. O ritmo de redução subsequente destes ativos será determinado posteriormente. No tocante aos ativos adquiridos no âmbito do programa PEPP, o BCE pretende continuar a reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vincendos até, pelo menos, final de 2024 — uma reiteração da orientação assumida em todas as reuniões anteriores (desde a de julho de 2022).

**184. Já no decurso de 2023, em 2 de fevereiro, o Conselho do BCE decidiu efetuar o quinto aumento consecutivo das três taxas de juro diretoras, em mais 50 p.b., as quais espera continuar a aumentar a um ritmo constante. A política de reduções de ativos do Eurossistema seguirá as linhas traçadas anteriormente.** Em linha com as decisões emanadas anteriormente, o BCE reafirmou que as taxas de juro irão continuar a aumentar de forma significativa e a um ritmo constante até que sejam atingidos níveis suficientemente restritivos que assegurem o retorno da inflação à meta de 2% no médio prazo. Nestes termos, a taxa de juro aplicável às operações principais de refinanciamento e as taxas de juro aplicáveis à facilidade permanente de cedência de liquidez e à facilidade permanente de depósito foram aumentadas nesta reunião em 50 p.b. para 3,00%, 3,25% e 2,50%, respetivamente, com efeitos a partir de 8 de fevereiro de 2023. A racionalidade da decisão do BCE, em manter as taxas de juro em níveis restritivos, continua a ser o papel das taxas de juro para contrair a procura agregada de bens e serviços, tão depressa quanto possível para minimizar o risco de uma deslocação ascendente e persistente das expectativas de inflação. No que respeita à modalidade de redução da carteira de títulos do APP, será seguida a estratégia comunicada anteriormente, em dezembro de 2022, descrita no parágrafo 183.

**185. Finalmente, na reunião mais recente de política monetária, ocorrida a 16 de março de 2023, o BCE decidiu efetivar o sexto aumento consecutivo das três taxas de juro diretoras, em mais 50 p.b.. Para além desta decisão, o Conselho do BCE deliberou sobre a alienação de títulos no ativo dos bancos centrais participantes.** A política de redução de ativos do Eurossistema vai prosseguir as linhas traçadas anteriormente. Neste sentido, a carteira de ativos do programa APP está e continuará a diminuir, uma vez que o Eurossistema já não reinveste a totalidade dos pagamentos de capital recebidos. A redução ocorrerá ao ritmo médio de 15 mil M€ por mês, até ao final de junho de 2023. O ritmo de redução da carteira após esta data será determinado posteriormente. No que respeita aos ativos adquiridos no âmbito do programa PEPP, o BCE pretende continuar a reinvestir os pagamentos de capital dos títulos vincendos até, pelo menos, final de 2024 — uma reiteração da orientação assumida em todas as reuniões anteriores (desde a de julho de 2022). Houve, no entanto, uma diferença no conjunto de decisões face às duas anteriores. O BCE deixou de afirmar uma orientação quanto ao ritmo de variação das taxas diretoras em próximas reuniões. Nas anteriores, havia sido comunicada aos mercados a intenção de manter o ritmo de 0,5 pp pelo menos até à reunião seguinte e agora desapareceu qualquer referência quanto a um número concreto e mesmo quanto ao sinal da variação. Apenas o compromisso com o objetivo de forçar o regresso da inflação até ao patamar de 2% e a afirmação de que as decisões futuras de política monetária serão guiadas pelos dados se mantiveram. Ficou claro na conferência de imprensa que esta contenção verbal se deve à incerteza sobre o desenvolvimento nas próximas semanas dos episódios de

<sup>73</sup> Os especialistas do Eurossistema efetuaram uma revisão em alta significativa das projeções de inflação tendo em conta o contexto de incerteza excecional. Assim, estes especialistas consideraram por esta altura que a inflação média deverá atingir 8,4% em 2022, 6,3% em 2023, 3,4% em 2024 e 2,3% em 2025.

Relativamente à atividade económica na Área do Euro, os especialistas do Eurossistema esperavam uma contração no último trimestre de 2022 e no 1.º trimestre de 2023. Assim, anteciparam um crescimento fraco em 2023, tendo este sido revisto em baixa face a anteriores projeções. As suas projeções indicam que a economia da Área do Euro registará um crescimento de 3,4% em 2022, 0,5% em 2023, 1,9% em 2024 e 1,8% em 2025.

instabilidade financeira que marcaram a agenda dos oito dias que antecederam a reunião de 16 de março.<sup>74</sup>

**186. O Anexo E compara os níveis das taxas diretoras entre a Área do Euro e os EUA.** Explica o significado e o propósito das taxas diretoras comparáveis nos dois lados do Oceano Atlântico e mostra como têm evoluído desde o início de 2008. É interessante constatar quatro diferenças: i) as taxas permaneceram mais elevadas na Área do Euro durante a época da crise financeira internacional e das dívidas soberanas europeias; ii) as taxas nos EUA divergiram na segunda metade da década passada, até à eclosão da pandemia (subiram enquanto se mantiveram fixas na Área do Euro); iii) iniciaram a recente marcha ascendente com um desfasamento entre si de cerca de cinco meses (em fevereiro de 2022 nos EUA e em julho de 2022 na Área do Euro); iv) após as reuniões de março de 2023, as taxas da FED eram mais elevadas do que as do BCE (5,00% contra 3,75% no custo da cedência marginal de liquidez e 4,75% contra 3,00 % na remuneração dos depósitos).

### 8.3 O novo mecanismo anti-fragmentação da transmissão da política monetária do BCE: Instrumento de Proteção da Transmissão

**187. Na reunião de 21 de julho de 2022, o Conselho de Governadores do BCE aprovou o Instrumento de Proteção da Transmissão (IPT) da política monetária e determinou uma subida das três taxas de juro diretoras em 0,50 pontos percentuais.** Esta secção inspira-se no [comunicado do BCE](#) e procura explicitar as principais características deste novo instrumento de política monetária na Área do Euro.

**188. O recém-criado IPT visa assegurar uma disseminação suave da política monetária por todos os países da Área do Euro e evitar dinâmicas desordenadas nos mercados financeiros que coloquem em risco a transmissão da política monetária.** Para o efeito, o IPT pode servir para intervenções em mercado secundário comprando títulos em países que apresentem uma deterioração das condições de financiamento em desacordo com fundamentos económicos no sentido de conter os riscos que a transmissão da política monetária poderá enfrentar. Quer isto dizer que o BCE pretende alcançar dois objetivos com este instrumento. Em primeiro lugar, assegurar que os instrumentos de secagem de liquidez desencadeados em 2022 (nomeadamente, a subida das taxas de juro diretoras e o comprometimento com mais subidas se necessário for para domar a inflação, e o emagrecimento do ativo no balanço dos bancos centrais nacionais) produzirão os efeitos esperados de contração da procura agregada e, por seu intermédio, de redução das taxas de inflação em todas as economias da Área do Euro. E, em segundo lugar, evitar desenvolvimentos nos mercados da dívida soberana que ponham em risco a continuação de alguns EM na união monetária.

**189. O volume de aquisições de ativos ao abrigo do IPT dependerá da gravidade dos riscos para a transmissão da política monetária.** De acordo com o comunicado do BCE, estas aquisições não estão sujeitas a restrições prévias de volume de intervenção. Os títulos a privilegiar por este instrumento serão obrigações emitidas por governos centrais e regionais com maturidade entre um e dez anos. Se adequado, o BCE poderá também comprar títulos de dívida privada. A aplicação do IPT permitirá ao Conselho do BCE cumprir mais eficazmente o seu mandato de manutenção da estabilidade de preços, mantendo a unicidade da sua política monetária.

**190. No entanto, é de salientar que o recurso a este instrumento para conter o alargamento dos prémios de risco de determinado(s) EM(s) apenas será possível se esse EM cumprir quatro condições simultaneamente.** São elas:

- **Satisfação dos requisitos no enquadramento orçamental da UE, i.e.,** o país não deverá encontrar-se em Procedimento por Défices Excessivos nem ter avaliação negativa na resposta às recomendações do Conselho da União Europeia ao abrigo do Artigo 126(7) do Tratado de Funcionamento da União Europeia (TFUE);

<sup>74</sup> Esta interpretação da UTAO resulta da leitura do [comunicado à imprensa](#) e da [transcrição da conferência de imprensa](#) da Governadora após a reunião de 16 de março. É curioso notar que a FED optou pela mesma estratégia na reunião de política monetária havida na semana seguinte.

- **Ausência de desequilíbrios macroeconómicos**, *i.e.*, o país não pode estar dentro de um Procedimento por Desequilíbrio Macroeconómico Excessivo nem ter falhado a resposta a recomendações corretivas do Conselho da União Europeia ao abrigo do artigo 121 (4) do TFUE;
- **Sustentabilidade orçamental aferida pela trajetória da dívida pública**, incluindo as análises de sustentabilidade internas do BCE, mas também as da Comissão Europeia, do Mecanismo de Estabilidade Europeu, do Fundo Monetário Internacional e de outras instituições;
- **Políticas macroeconómicas sólidas e sustentáveis**, *i.e.*, o EM deverá ter em dia a satisfação dos compromissos assumidos no seu plano de recuperação e resiliência submetido ao Mecanismo de Recuperação e Resiliência, bem como o atendimento das recomendações específicas em matéria orçamental emitidas pela Comissão Europeia no âmbito do Semestre Europeu.

**191. Com a criação do IPT, o BCE pretende ganhar graus de liberdade para continuar a aumentar as taxas de juros diretoras no combate à inflação, sem causar uma nova crise de dívidas soberanas na Área do Euro.** É interessante notar que a decisão de ativar o IPT para um determinado país vai depender de decisões tomadas por outras instituições internacionais. Com efeito, a aferição do cumprimento das quatro condições de elegibilidade do IPT irá criar ónus de responsabilidade noutras instituições. As avaliações do Fundo Monetário Internacional e da OCDE sobre desempenho e perspetivas de sustentabilidade da dívida de um EM serão relevantes, mas o ónus maior ficará para a Comissão Europeia e o Conselho quando tiverem de se pronunciar todos os anos no quadro da supervisão multilateral sobre as políticas orçamentais, a generalidade das políticas macroeconómicas e a concretização dos planos de recuperação e resiliência. A elegibilidade para apoio do IPT passará a ser mais uma condicionante nestes exercícios de supervisão multilateral entre Comissão, Conselho e cada EM.

#### 8.4 Alterações na política de comunicação institucional do BCE

**192. A comunicação institucional do BCE é considerada um instrumento da política monetária, na medida em que contribui para a formação das expectativas futuras.** No que respeita a decisões sobre taxas de juro, o Conselho do BCE referiu que pretende efetuar uma transição para uma abordagem “reunião a reunião”, não sinalizando expectativas para prazos mais alargados. Após a reunião de política monetária de 21 de julho, o BCE sinalizou que uma nova normalização das taxas de juro seria adotada nas reuniões seguintes do Conselho. As decisões sobre taxas de juro serão tomadas numa abordagem “reunião a reunião”. A futura trajetória das taxas de juro diretoras, definida pelo Conselho do BCE, continuará a depender da evolução da economia e dos preços em particular, e contribuirá para cumprir o objetivo de inflação de 2% no médio prazo. Neste âmbito, é de referir que a sinalização sobre decisões futuras, acerca da normalização das taxas de juro parece ser mais cautelosa do que no passado, remetendo para uma abordagem “reunião a reunião”. A transição para esta abordagem é compreensível, tendo em conta o ambiente económico complexo, incerto e em rápida transformação que se vive. Todavia, perante a persistência da inflação em níveis elevados e a crescer no IHPC sem bens energéticos, o BCE mudou de tática na reunião de 27 de outubro, mantendo-a até à de 2 de fevereiro de 2023: no final de cada uma destas reuniões passou a dizer que iria repetir a magnitude do acréscimo na reunião seguinte, seis semanas depois, para evitar o descolamento das expectativas de inflação dos agentes relativamente à meta de 2%. A instabilidade financeira na primeira quinzena de março de 2023 terá levado o Conselho do BCE na reunião do dia 16 deste mês a omitir o compromisso com um ritmo concreto de aumento na reunião seguinte. Ver-se-á nas próximas semanas como é que esta *nuance* linguística será testada e interpretada pelos mercados. Atenção particular deverá ser dada às expectativas sobre a trajetória futura das taxas de juro diretoras.<sup>75</sup> A comunicação de intenções de política a prosseguir nos meses seguintes dá aos agentes económicos sinais informativos preciosos para a sua própria conduta no curto e no médio prazos.

<sup>75</sup> A título de exemplo, é de referir o lançamento da [revisão da política monetária prosseguida pelo Reserve Bank of Australia](#). Em 20 de julho de 2022, o Ministro das Finanças australiano anunciou a primeira revisão da definição da política monetária na Austrália, desde que a atual foi definida nos anos 90 do século passado. Esta revisão será abrangente e considerará, entre outros aspetos, os objetivos do *Reserve Bank of Australia*, o seu mandato, a interação entre as políticas monetária, orçamental e macroprudencial e a sua governança. A liderança desta tarefa foi atribuída a três especialistas internacionais, independentes do *Reserve Bank of Australia*

**193. Um efeito importante da comunicação institucional dos bancos centrais é a redução do desfaseamento temporal (*lag periods*) entre a tomada concreta de decisões sobre taxas de juro ou operações de mercado e a produção de consequências nos mercados retalhistas de crédito e nos mercados de bens e serviços.** Tal é possível porque os modelos de decisão dos operadores nos mercados financeiros são extremamente sensíveis a sinais que impactem na sua atividade. É por isso que se diz que eles antecipam nas suas decisões de compra e venda de títulos as expectativas que formam sobre as decisões seguintes da política monetária. O impacto nas taxas de juro praticadas nos mercados interbancários de crédito (*vide* taxas Euribor, por exemplo) imediatamente após o anúncio de uma subida de taxas diretoras para acontecer daí a uma semana tende ser negligenciável quando as subidas são iguais às que os operadores mais influentes já haviam antecipado. Os anúncios credíveis por parte dos bancos centrais de novidades que precedam em várias semanas ou meses a alteração de taxas diretoras e da postura perante a estrutura dos seus balanços tendem a ter mais impacto nas taxas de juro dos mercados retalhistas do que as decisões efetivas que venham a ser tomadas em linha com aqueles anúncios de intenção.

#### Caixa 2 – Evolução das taxas diretoras do BCE, desde 1 de janeiro de 2008

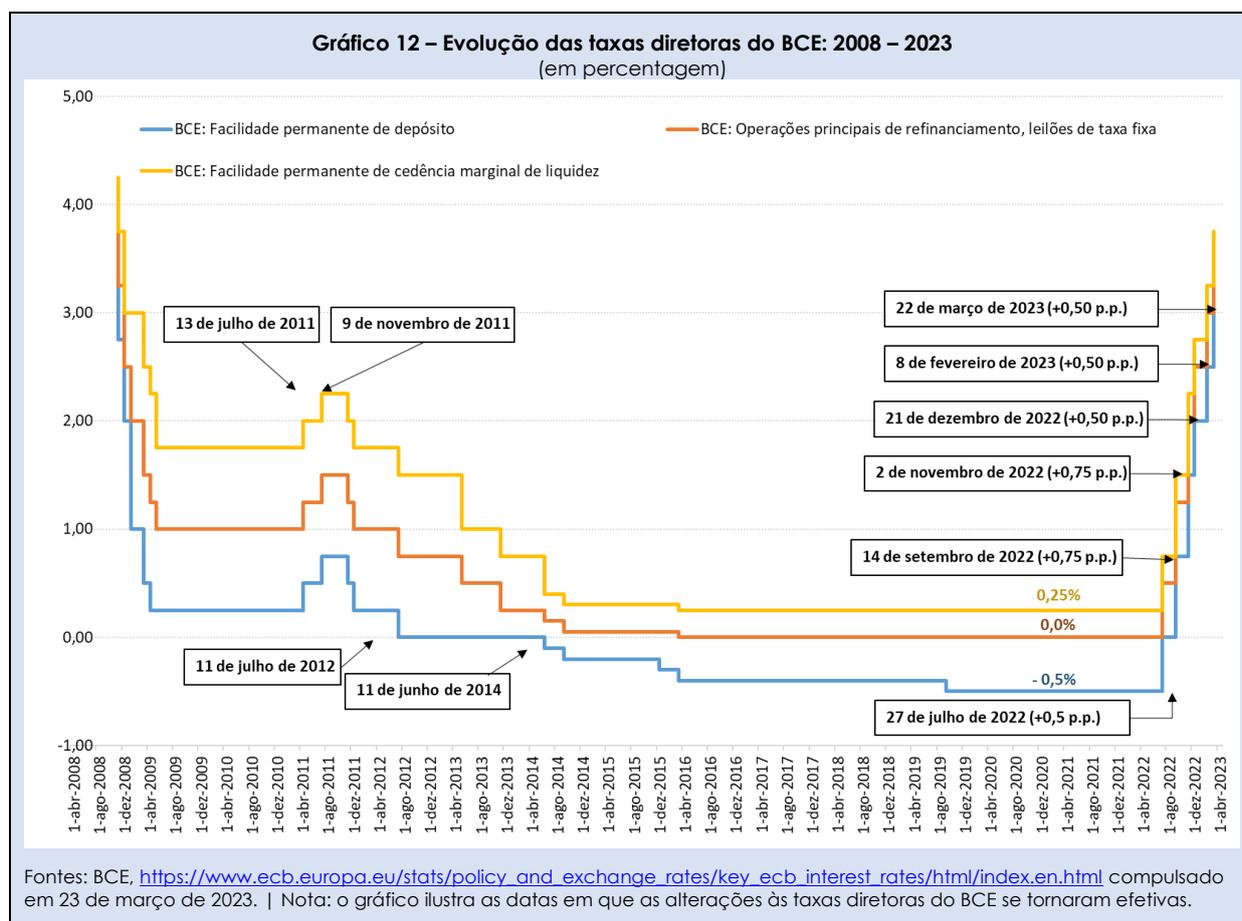
**As mais recentes decisões de política monetária, explicitadas nas secções 8.2 e 8.3 acima, puseram termo a um longo período de taxas de juro negativas.** Desde 13 de julho de 2011 que não se registava uma subida das taxas de juro diretoras do BCE. Nesta data, as três taxas de juro diretoras listadas no Gráfico 12 registaram um incremento de 25 p.b. que perdurou até 9 de novembro de 2011, altura em que o BCE iniciou uma longa trajetória de redução das taxas de juro.

**A taxa aplicada à facilidade permanente de depósito tornou-se nula a 11 de julho de 2012 e negativa (- 0,10%) em 11 de junho de 2014.** Esta é a taxa a que os bancos podem constituir depósitos *overnight* junto do Eurosystem. Nos anos seguintes, a política acomodatória prosseguida pelo BCE levou a que as taxas de juro diretoras se mantivessem em níveis historicamente baixos até ao final de julho de 2022. O nível mínimo foi registado entre 18 de setembro de 2019 e 27 de julho de 2022 (- 0,5%).

**Em 21 de julho de 2022 o Conselho do BCE decidiu iniciar um processo designado por “normalização das taxas de juro”, tendo procedido a um aumento das taxas de juro diretoras em 50 p.b. (com efeitos a partir de 27 de julho de 2022).** Esta subida foi mais acentuada do que havia sido sinalizado na reunião anterior, sendo também acompanhada pela decisão de criar um instrumento anti-fragmentação, o designado Instrumento de Proteção da Transmissão (IPT). Nessa data, o BCE sinalizou que a normalização das taxas de juro diretoras seria prosseguida em futuras reuniões, sendo de esperar novas subidas de taxa de juro, de forma a controlar a inflação fazendo-a convergir para valores compatíveis com o *target* definido pelo BCE (2%, no médio prazo). A evolução das decisões de política monetária do BCE encontram-se relatadas na Secção 8.2 e espelhadas no Gráfico 12 abaixo quanto à evolução das taxas de juro diretoras.

e do Ministério das Finanças australiano. O relatório final deverá ser apresentado até março de 2023, contendo recomendações claras para o Governo.

O lançamento do processo de revisão da política monetária prosseguida pelo Reserve Bank of Australia foi precedido pelo surgimento de [notícias](#) críticas relativas ao excessivo adiamento de decisões quanto à subida das taxas de juro, num cenário em que se previa que a inflação pudesse atingir [7,75% em 2022](#), muito acima da meta de “[2% a 3%, em média, ao longo do tempo](#)”.

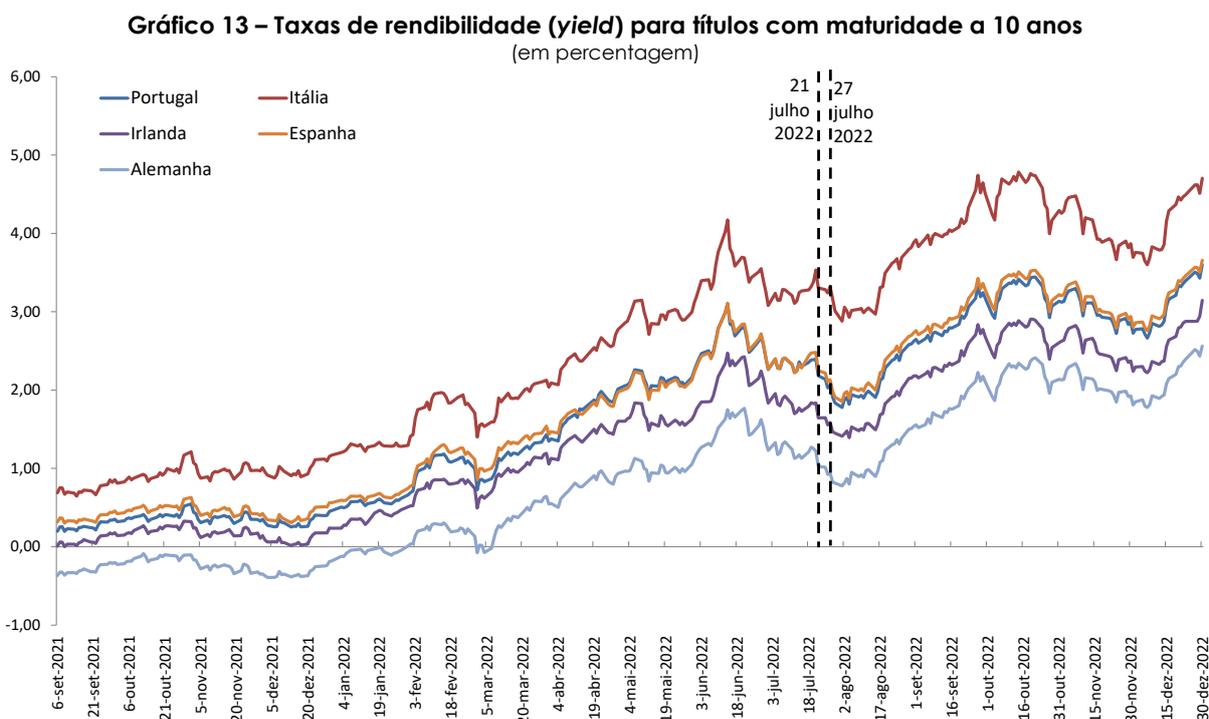


## 8.5 O estado dos mercados antes e depois das decisões de política monetária

**194. Nesta secção apresenta-se o ponto de situação dos mercados em torno das mais recentes decisões de política monetária do BCE.** Para este efeito, dá-se particular atenção ao mercado da dívida pública (*yields* e prémios de risco), à evolução da inflação no mercado agregado de bens e serviços, aos mercados financeiros (índices bolsistas), ao mercado de trabalho (taxa de desemprego) e ao andamento do PIB.

### 8.5.1 Dívida pública

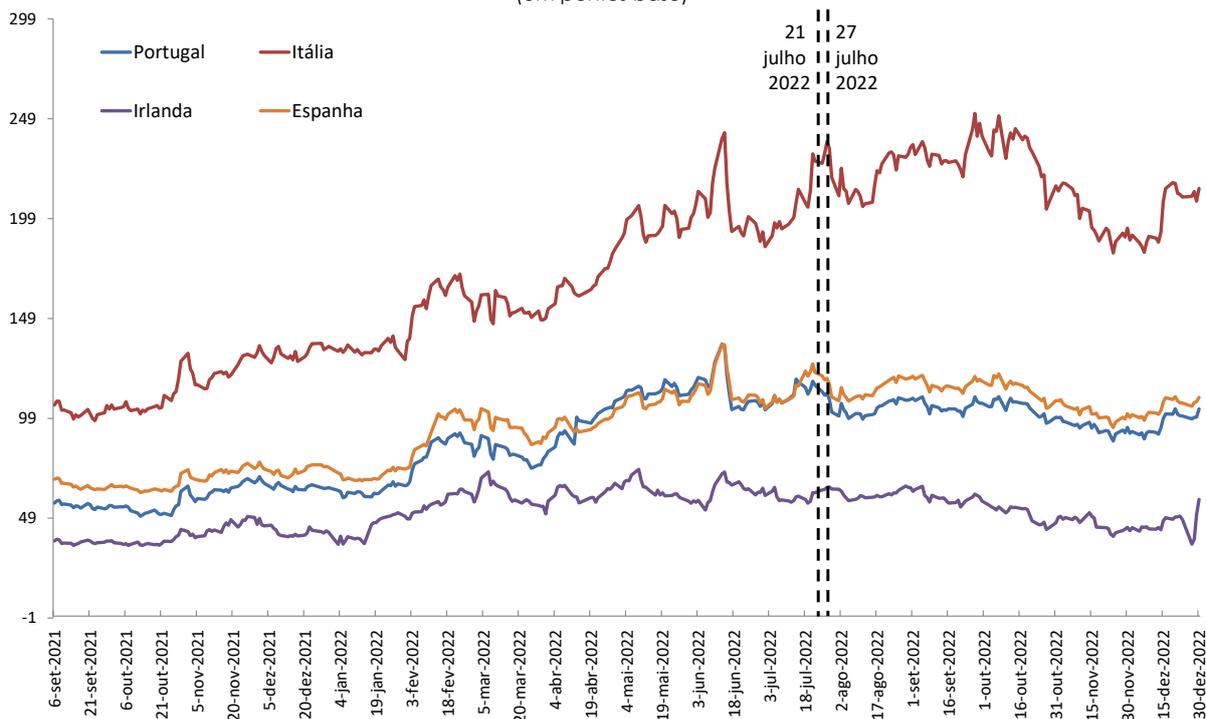
**195. As taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos apresentam uma tendência crescente desde final de 2021.** As taxas de rendibilidade da dívida pública a 10 anos para os países identificados no Gráfico 13 (Alemanha, Itália, Irlanda, Espanha e Portugal), registam uma tendência crescente desde o final de 2021 até meados de junho de 2022. Com a decisão de política monetária do BCE, de 21 de julho de 2022, de subir as taxas de juro diretoras em 50 p.b., os mercados da dívida pública destes países assistiram a uma contração temporária nas taxas de rendibilidade até meados de agosto de 2022. Após esta data, o mercado da dívida pública retomou o movimento de subida das taxas de rendibilidade dos títulos a 10 anos para estes países. Seguiram-se novas decisões de política monetária do BCE que elevaram as taxas de juro diretoras em 200 p.b. (em 8 de setembro de 2022: +75 p.b.; em 27 de outubro de 2022: +75 p.b. e em 15 de dezembro de 2022: +50 p.b.). Entre 21 de outubro e 7 de dezembro registou-se um movimento de declínio das taxas de rendibilidade dos títulos de dívida pública a 10 anos para os países referidos, tendo recuperado de seguida, na parte final de 2022 para níveis idênticos ou ligeiramente superiores aos registados a 21 de outubro de 2022. São notáveis o paralelismo das variações entre os cinco Soberanos e a quase sobreposição entre as duas taxas de rendibilidade dos títulos ibéricos. Também merece referência o afastamento crescente entre os títulos com maior e menor taxas à medida que o tempo se aproxima da contemporaneidade.



Fonte: Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública - IGCP, E.P.E..

**196. Os prémios de risco dos títulos de dívida soberana a 10 anos apresentaram um crescimento persistente desde novembro de 2021, tornando-se mais expressivo no 1.º semestre de 2022, tendo registado dois picos: um em meados de junho e outro no final de julho de 2022.** No Gráfico 14 apresenta-se a evolução dos prémios de risco da dívida soberana para Itália, Irlanda, Espanha e Portugal, medidos através da diferença de rendibilidade do instrumento de um país face ao título alemão com a mesma maturidade. No período compreendido entre 1 de janeiro e 15 de junho de 2022 registou-se um aumento dos prémios de risco para a generalidade dos países analisados. Neste período, todos os países listados no Gráfico 14 apresentaram um agravamento dos seus prémios de risco face ao nível registado no início de 2022. Em particular, Itália, Portugal e Espanha registavam, em 15 de junho, acréscimos nos prémios de risco, face ao início do ano de: +106,9, +70,6 e +61,4 p.b., respetivamente. Após 15 de junho, com o aproximar da reunião de política monetária para a qual estava sinalizado o primeiro aumento das taxas de juro diretas do BCE (a decisão de política monetária foi tomada pelo Conselho do BCE na reunião de 21 de julho de 2022, mas com produção de efeitos a partir de 27 de julho), verificou-se um primeiro movimento de contração a que se seguiu um novo aumento deste indicador. Este efeito é mais notório no caso italiano. Nas semanas seguintes, o prémio de risco de Itália manteve uma trajetória de subida ligeira até meados de outubro de 2022. Após esta data, Itália, Espanha, Portugal e Irlanda registaram um movimento de ligeiro decréscimo nos seus prémios de risco, que se manteve até ao início de dezembro. Na parte final do ano 2022 verificou-se uma subida dos prémios de risco dos países em análise, que foi mais expressiva no caso italiano — (Gráfico 14).

**Gráfico 14 – Diferenciais face à Alemanha para títulos emitidos a 10 anos**  
(em pontos base)

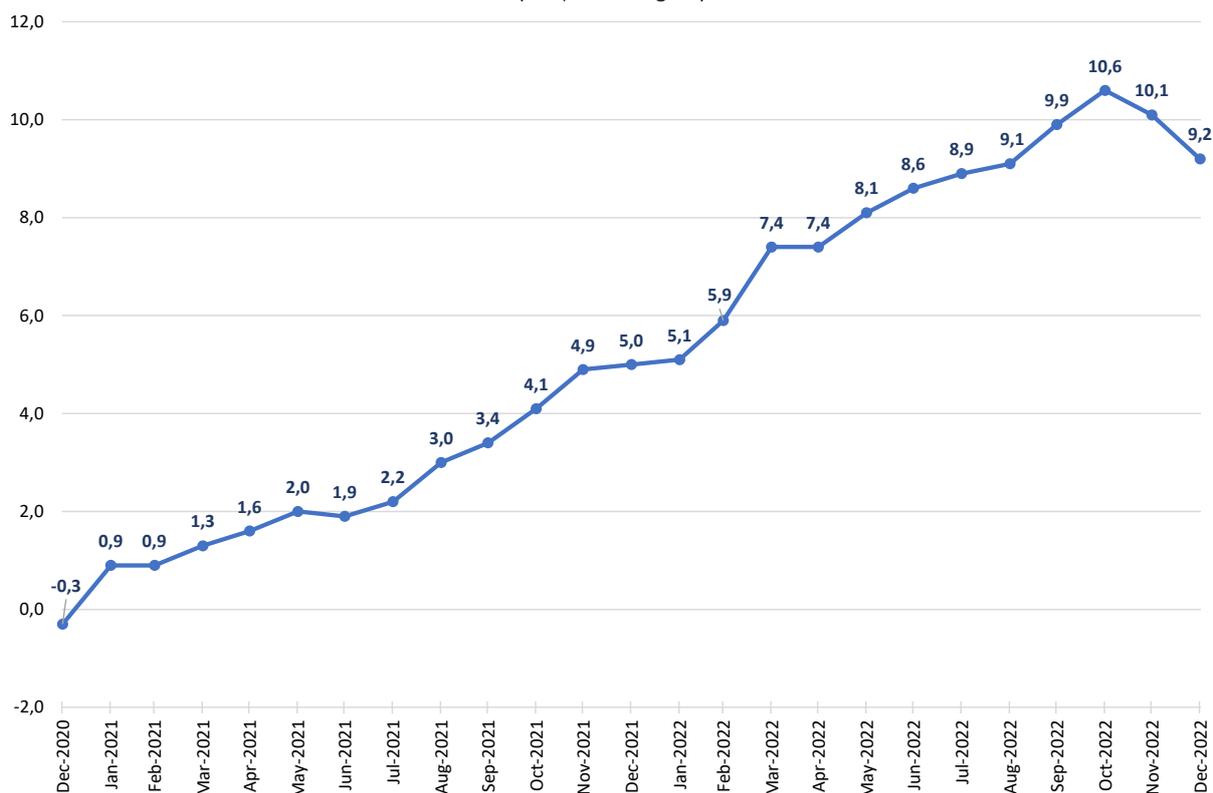


Fonte: Agência de Gestão da Tesouraria e da Dívida Pública - IGCP, E.P.E. e cálculos da UTAO.

### 8.5.2 Inflação nos mercados de bens e serviços

**197. De acordo com a informação do Eurostat a 18 de janeiro de 2023, a inflação da Área do Euro atingiu 9,2% em dezembro de 2022.** Em dezembro de 2022, a inflação na Área do Euro, medida pela variação homóloga do nível de preços entre o mês em análise e o mesmo mês do ano anterior, foi de 9,2%, um valor inferior ao registado em novembro (10,1%). Cerca de um ano antes, em dezembro de 2021, este rácio valeu 5,0% (Gráfico 15). Em dezembro de 2022, os principais contributos para esta evolução dos preços vieram dos preços dos bens alimentares, álcool e tabaco (2,88 p.p.) e dos produtos energéticos (2,79 p.p.) e as pressões de procura em alguns sectores, devido à reabertura da economia e aos estrangulamentos da oferta. As pressões sobre o nível de preços generalizaram-se, em grande medida, ao conjunto da economia. Para que a inflação desça, será necessário um enfraquecimento destes fatores ao longo do tempo e a repercussão da normalização da política monetária seguida pelo BCE na economia e no reequilíbrio dos mercados reais. Neste âmbito, é de referir que o BCE mantém expectativas relativamente elevadas quanto à evolução da inflação, tendo revisto em alta significativa as suas projeções para 2022 (8,4%), 2023 (6,3%), 2024 (3,4%) e 2025 (2,3%) — cf. parágrafo 182 e nota de rodapé 73 acima.

**Gráfico 15 – Evolução da taxa de inflação (taxa de variação homóloga) para a Área do Euro: dezembro de 2020 a dezembro de 2022**  
(em percentagem)

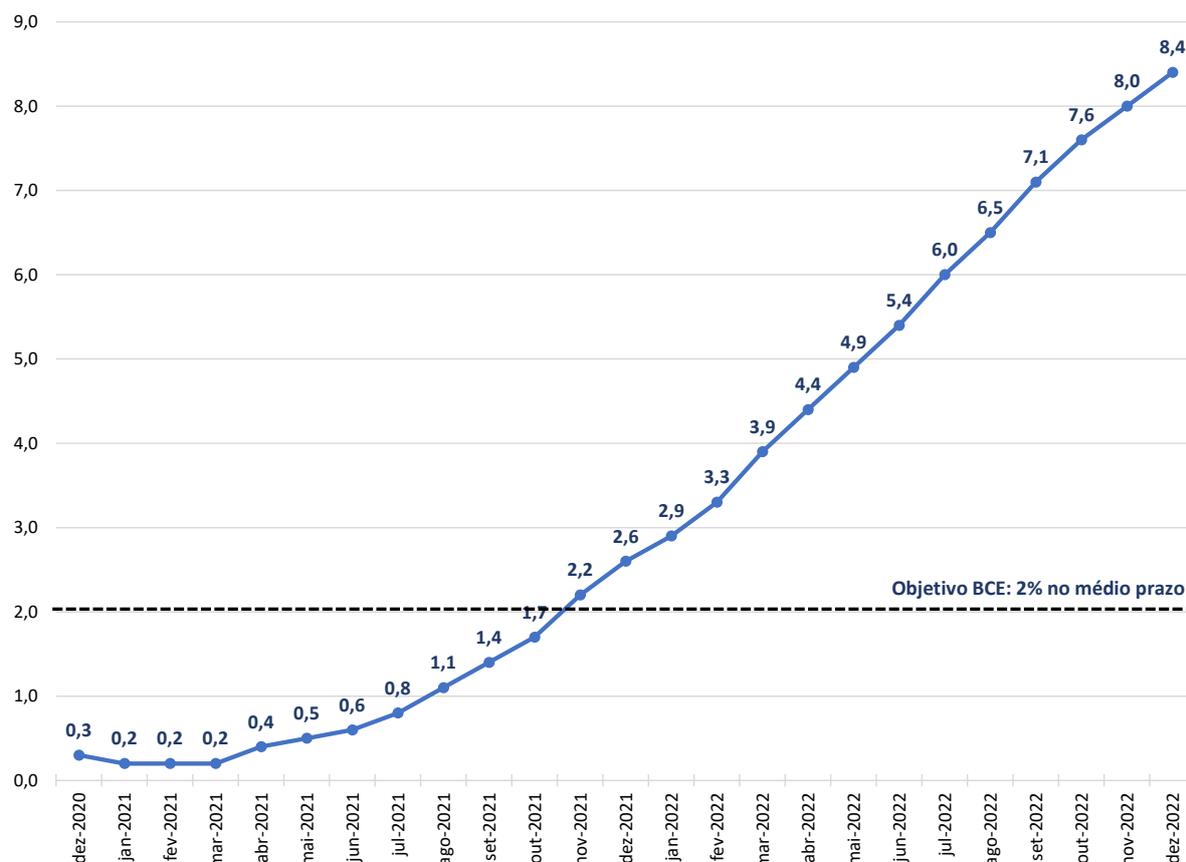


Fonte: Eurostat, [HICP - monthly data \(annual rate of change\)](#), informação atualizada a 18 de janeiro de 2023. Tratamento da UTAO. |  
Notas: IHPC, taxa de variação anual homóloga, frequência mensal. Nesta aceção, a taxa de inflação no mês  $t$ ,  $\pi_t^*$ , é calculada da seguinte forma:

$$\pi_t^* = \left( \frac{IHPC_t}{IHPC_{t-12}} - 1 \right) \times 100 \quad .$$

**198. Em consonância com a variação homóloga supra referida, a inflação medida pela taxa de variação da média móvel a 12 meses mantém uma trajetória de crescimento acentuada, ascendendo a 8,4% em dezembro de 2022.** A partir de abril de 2021, a inflação da Área do Euro, medida pela taxa de variação da média móvel a doze meses, iniciou uma trajetória de crescimento acentuado, ultrapassando os 2,0% em novembro de 2021 e atingido 8,4% em dezembro de 2022 (8,0% em novembro) — Gráfico 16.

**Gráfico 16 – Evolução da taxa de inflação (média móvel a 12 meses) para a Área do Euro: dezembro de 2020 a dezembro de 2022**  
(em percentagem)



Fonte: Eurostat, [HICP - monthly data \(12-month average rate of change\)](#), informação atualizada a 18 de janeiro de 2023. Tratamento da UTAO. | Notas: Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC), taxa de variação da média móvel a doze meses do IHPC, frequência mensal. A observação no mês  $t$  da curva ( $\pi_t$ ) é dada pelo cálculo do seguinte rácio:

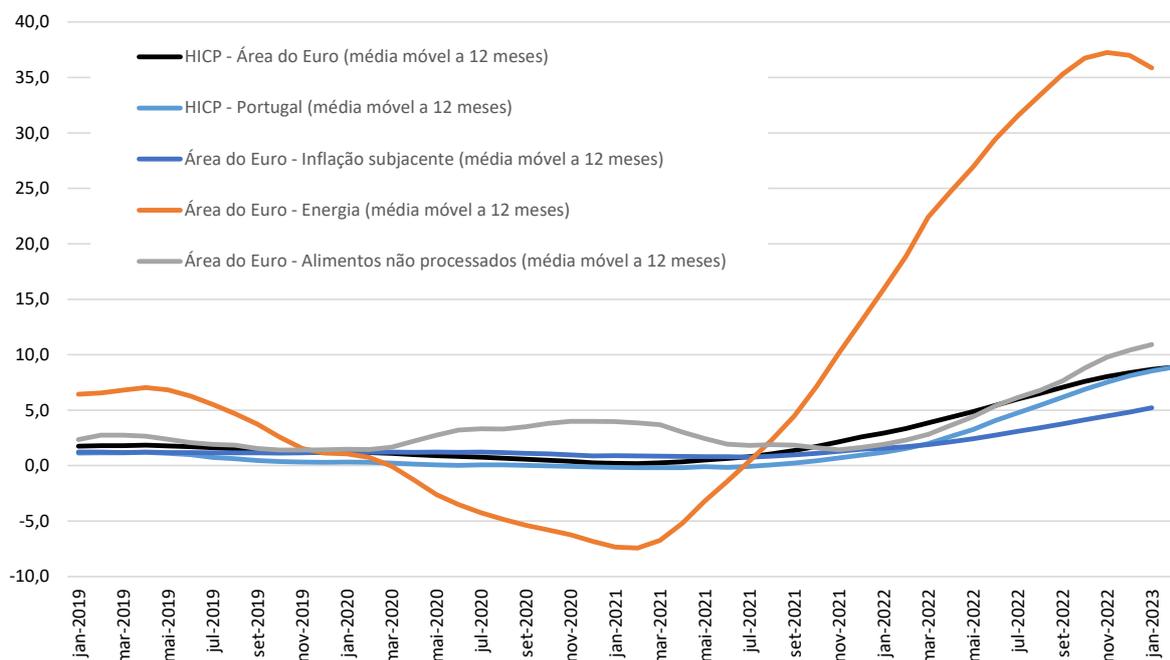
$$\pi_t = \left\{ \left[ \frac{\left( \sum_{i=t-11}^t \text{IHPC}_i \right) / 12}{\left( \sum_{i=t-12}^{t-1} \text{IHPC}_i \right) / 12} \right] - 1 \right\} \times 100$$

**199.** Os valores registados para a inflação da Área do Euro estão muito acima da meta definida pelo BCE para a taxa de inflação no médio prazo (2%). Por este motivo, o Conselho do BCE tomou quatro decisões de política monetária que visaram conter a inflação, tendo decidido subir as taxas de juro diretoras em 50 p.b. na reunião de 21 de julho de 2022, em 75 p.b. nas reuniões de 8 de setembro e de 27 de outubro de 2022 e em 50 p.b. na de 15 de dezembro de 2022. Os dados mais recentes continuam a revelar uma tendência de crescimento da taxa de inflação na zona euro, sobretudo tendo em conta a mais recente estatística do Eurostat, que indica uma variação homóloga de 9,2% em dezembro de 2022 (10,1% em novembro) — (Gráfico 15). Para que a taxa de inflação média anual desça será necessário um período relativamente alargado com variações homólogas muito inferiores, o que ainda não se verificou. Tendo em conta este facto são de esperar duas coisas: que a inflação continue a registar valores acima da meta estabelecida pelo BCE durante algum tempo, e que o BCE opte por novas e porventura maiores subidas das taxas de juro diretoras, como forma de conter o ímpeto da procura que persiste nos mercados de bens e de trabalho, enquanto não se degradarem os indicadores de produção e emprego.

**200.** A inflação subjacente (*core inflation*) mantém uma trajetória de crescimento, refletindo a disseminação da subida de preços por todo o cabaz de bens e serviços consumido pelas famílias, devido ao facto de as subidas dos preços dos bens energéticos e dos bens alimentares não processados ao longo do último ano se terem repercutido nos preços dos restantes bens e serviços. A inflação subjacente da Área do Euro, que exclui os agregados “energia” e “alimentos não processados”, medida pela taxa de variação da média móvel a doze meses, mantém uma trajetória de crescimento — Gráfico 17. Esta

evolução resulta da disseminação, pela generalidade da economia da Área do Euro, da inflação registada em períodos anteriores pelas referidas componentes ("energia" e alimentos não processados"). A energia é a componente que apresenta maior variabilidade. Até à data, a política monetária prosseguida pelo BCE tem sido relativamente pouco eficaz no combate à inflação da Área do Euro. Como se explicou na Subsecção 6.3.2, as taxas de juro visam contrariar a despesa agregada, mas não atacam as causas do lado da oferta e estas continuam a manifestar-se ainda no primeiro trimestre de 2023. Infelizmente, não se conhece melhor instrumento de política para dobrar a inflação. Apenas ele e a resposta natural da economia aos excessos de procura (ou carências de oferta) estão disponíveis para combater a inflação nas suas causas. Por estas razões, é de esperar a continuação da orientação presente da política monetária por vários trimestres, pelo menos enquanto a economia real não der sinais preocupantes de desemprego.

**Gráfico 17 – Evolução da taxa de inflação (média móvel a 12 meses) para a Área do Euro e Portugal: janeiro de 2019 a janeiro de 2023**  
(em percentagem)



Fonte: Eurostat e cálculos da UTAO.

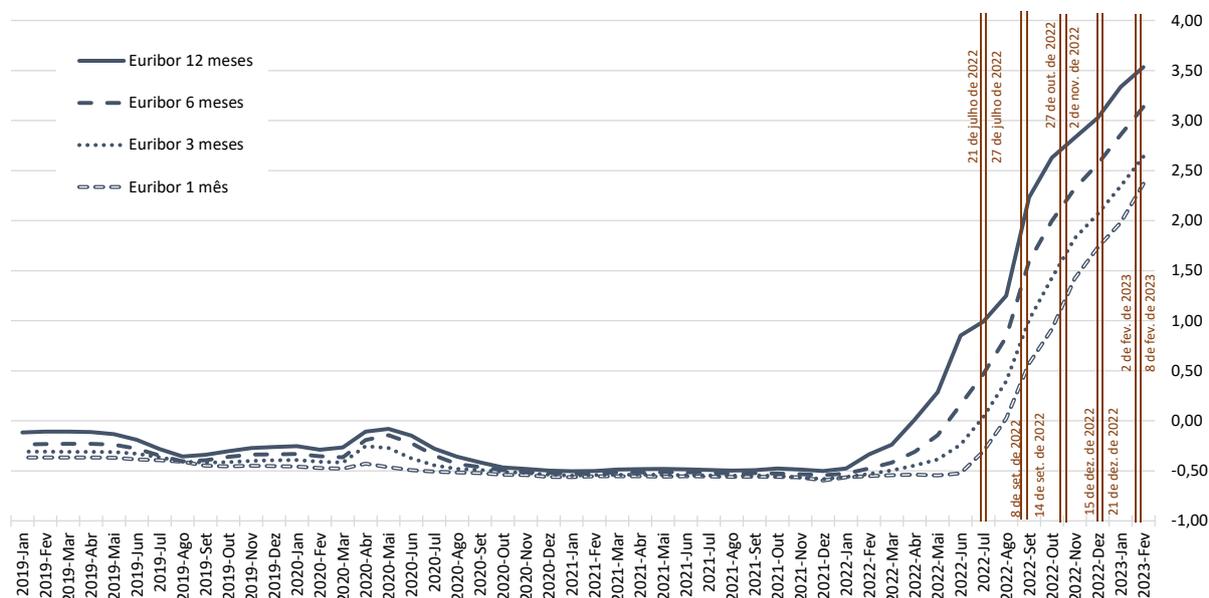
### 8.5.3 Mercados financeiros (Ações/Obrigações/Índices bolsistas)

**201. As taxas de juro Euribor são o referencial mais importante para a fixação de taxas de juro variáveis nos mercados retalhistas de crédito e de dívida pública da União Europeia.** Existem taxas Euribor para várias maturidades: uma semana, um mês, três meses, seis meses e 12 meses. *Euribor* é a abreviatura de *Euro Interbank Offered Rate*. Cada taxa Euribor é construída com base nas taxas de juro a que um painel de bancos comerciais europeus empresta dinheiro entre si pelo prazo correspondente. Para obter representatividade do mercado monetário, o algoritmo elimina as observações extravagantes (*outliers*).<sup>76</sup> Sobre as taxas remanescentes, calcula a média diária com arredondamento a três casas decimais. A taxa Euribor para cada um das cinco maturidades é assim computada e publicada em cada dia útil, às 11h00m do fuso da Europa Central. As Euribor são muito utilizadas como indexante do custo do dinheiro na formação das taxas de juro variáveis em inúmeros produtos de crédito, dos empréstimos à habitação e ao consumo para particulares, a operações de financiamento a empresas, e também para remunerar poupanças (nas taxas de juro de depósitos bancários e nos produtos de dívida pública, como são os Certificados de Aforro em Portugal).

<sup>76</sup> As 15% mais elevadas e as 15% mais baixas em cada dia.

**202. Evolução das taxas Euribor e relação com as decisões de política do BCE. As taxas de juro Euribor iniciaram um movimento de subida no início de 2022, antes da decisão do BCE de julho de 2022 sobre a inversão da orientação da política monetária, refletindo as expectativas dos mercados financeiros quanto à evolução das taxas de juro diretoras do BCE.** O movimento de subida das taxas Euribor iniciou-se em janeiro de 2022, antecipando em cerca de 7 meses a inversão da política monetária do BCE, que viria a ser consumada na reunião de 21 de julho de 2022. O Gráfico 18 abaixo ilustra a evolução das taxas Euribor a um, três, seis e doze meses, entre janeiro de 2019 e fevereiro de 2023. As linhas verticais identificam os momentos em que o BCE tomou decisões de política monetária, indicando a data da reunião em que tais decisões foram tomadas (data da esquerda) e o momento a partir do qual as decisões adotadas se tornaram efetivas (data da direita). Uma súmula de cada uma das decisões de política monetária, tomadas em cada uma destas reuniões do Conselho do BCE, está descrita na Secção 8.2, parágrafo 176. Verifica-se que o movimento de subida das taxas de juro Euribor, em todas as maturidades consideradas, precedeu em cerca de sete meses a subida das taxas de juro diretoras do BCE. Esta antecipação refletiu a alteração das expectativas dos operadores nos mercados financeiros quanto à evolução da política monetária na Área do Euro.

**Gráfico 18 – Evolução das taxas Euribor a 1, 3, 6 e 12 meses: janeiro de 2019 a fevereiro de 2023**  
(média mensal, em percentagem)



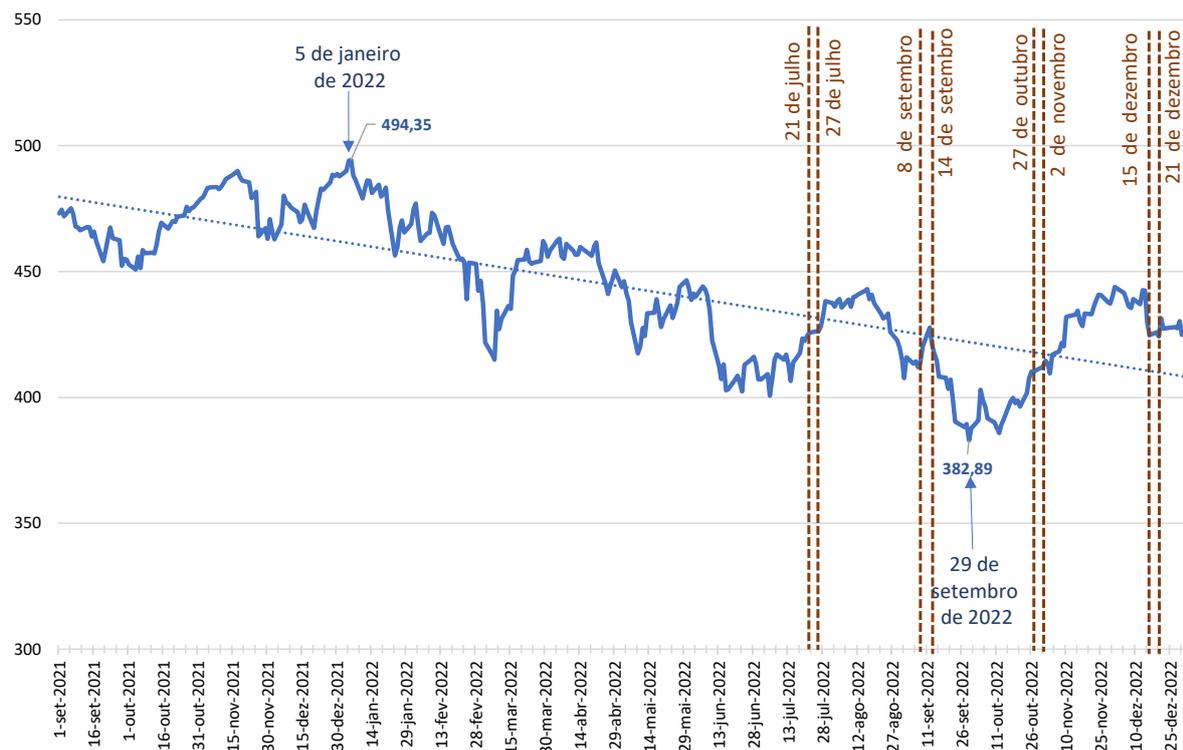
Fonte: Banco Central Europeu ([Statistical Data Warehouse](#)), compulsado em 6 de março de 2023, e tratamento da UTAO. | Notas: (i) Para cada maturidade, o gráfico projeta a taxa média observada em cada mês de calendário; (ii) As decisões de política monetária mais recentes do BCE estão assinaladas pelas barras verticais. Para cada reunião, a data à esquerda indica o dia da mesma e a data à direita indica a data a partir da qual a decisão de política monetária produziu efeitos. Para maior detalhe, consultar a Secção 8.2, parágrafo 176.

**203. O índice STOXX Europe 600 apresenta uma tendência de declínio muito anterior à recente alteração na política monetária do BCE.** Este índice é uma medida sintética da evolução no preço das ações nos mercados secundários (bolsistas) da UE. Acompanha os preços das cerca de 600 empresas com maior capitalização bolsista. As ações dos emitentes acompanhados são negociadas em 18 bolsas nacionais (inclui a portuguesa). Cobre cerca de 90% da atividade bolsista na Europa (UE), segundo algumas fontes.<sup>77</sup> O Gráfico 19 evidencia a evolução do índice STOXX Europe 600, entre 1 de setembro de 2021 e 4 de janeiro de 2023. As linhas a vermelho indicam as datas em que o BCE decidiu e em que entraram em vigor as quatro mais recentes decisões de política monetária na Área do Euro. Tanto a série do índice (linha azul a cheio) como a linha de tendência (linha azul a pontilhado) indicam um início de declínio deste índice no princípio de 2022, altura que atingiu o valor máximo para o período em análise (5 de janeiro de 2022: 494,35). A partir desta data, o índice registou descidas mais pronunciadas do que subidas e uma tendência decrescente que se manteve até final de 2022. Em 21 de junho, o BCE decidiu aumentar as taxas de juro diretoras em 50 p.b., com efeitos a partir de 27 de julho. Após este dia, o

<sup>77</sup> Rankia e Investopedia, consultas em 13/02/2023.

mercado registou uma ligeira recuperação até meados de agosto, alcançando os 443,07 pontos. Relativamente à decisão de política monetária de 8 de setembro, que se tornou efetiva a 14 de setembro, a subida de 75 p.b. das taxas diretoras foi acompanhada por um movimento ascendente de curta duração neste índice bolsista, seguindo-se movimentos de contração nos dias seguintes. A 27 de outubro de 2022, o BCE decidiu um novo aumento das taxas de juro diretoras em 75 p.b., que se tornaram efetivos a 2 de novembro de 2022. Por fim, em meados de dezembro de 2022, o BCE decidiu o quarto aumento consecutivo das taxas de juro diretoras em 50 p.b., com efeito a 21 de dezembro de 2022. Desde o início de outubro de 2022, regista-se uma recuperação deste índice, que parece manter-se até ao final do período em análise.

**Gráfico 19 – Evolução do índice STOXX Europe 600: setembro de 2021 a janeiro de 2023**  
(valor do índice)



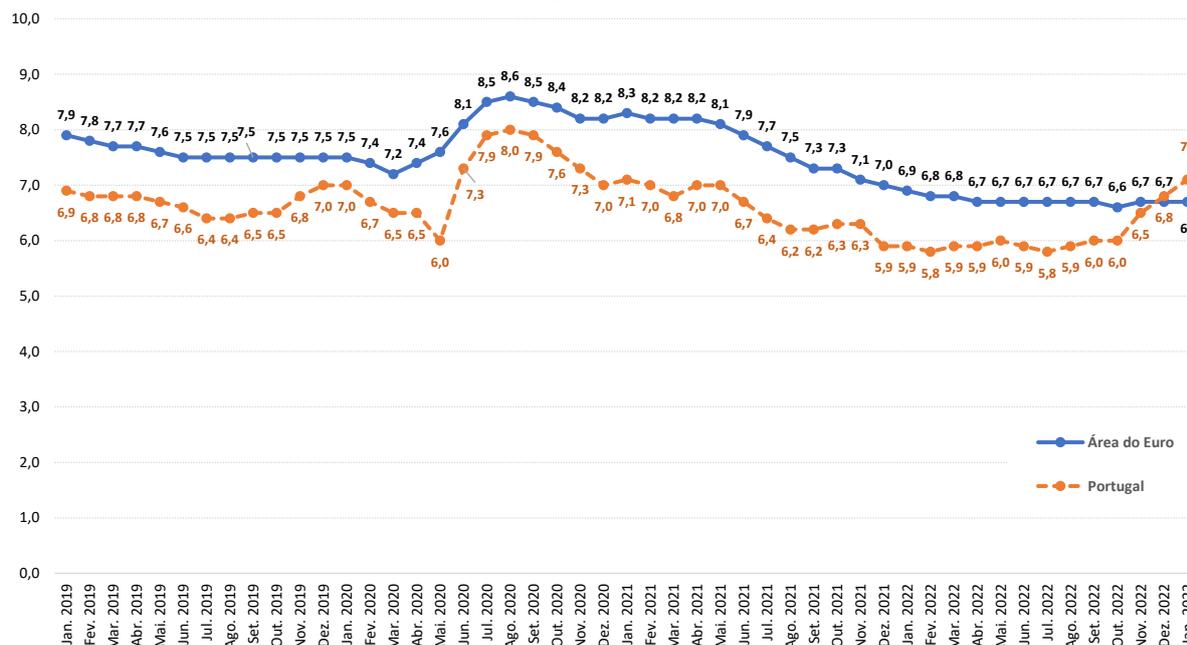
Fonte: <https://www.wsj.com/market-data/quotes/index/XX/SXXP/historical-prices>, compulsado em 5 de janeiro de 2023, e tratamento da UTAO.

**204. A evolução deste índice é compatível com a hipótese de os preços das maiores empresas cotadas na Europa subirem em reação à mudança de orientação na política monetária.** As Secções 8.2 a 8.4 documentaram bem o fim da política de juros baixos na Área do Euro. Em outras áreas monetárias de países desenvolvidos aconteceu o mesmo, como se notou na Secção 6.3 (com exceção do Japão). A tendência decrescente nas cotações bolsistas captada pelo índice STOXX Europe 600 no período representado no Gráfico 19 está de acordo com o padrão explicado em manuais de economia financeira: os preços em mercado secundário das ações respondem negativamente a subidas nas taxas de juro do mercado retalhista. Isto é assim por duas razões. A primeira é mecânica. A subida generalizada nas taxas de juro retalhistas aumenta a taxa de desconto intertemporal dos investidores em ações. Para um determinado fluxo de dividendos futuros, a subida na taxa de desconto intertemporal determina a redução no valor atualizado das ações, e, portanto, do seu preço de mercado. A segunda razão prende-se com o numerador desse rácio. Tende a acontecer sempre que a generalidade dos investidores acredita que o encarecimento dos juros veio para ficar por vários trimestres. Isso significa que as vendas de bens e serviços das empresas cotadas enfrentarão menos procura no futuro e com esta contração haverá menos lucros para distribuir pelos acionistas. Logo, estes investidores quererão desfazer-se de ações nas suas carteiras, trocando-as por obrigações a taxa variável (e fixa, desde que em linha com a expectativa de taxas de juro futuras).

### 8.5.4 Mercado de trabalho

**205. A taxa de desemprego na Área do Euro está a cair desde outubro de 2020. A partir de novembro de 2021, passou a registar valores inferiores ao período pré-COVID-19, mantendo a tendência de redução até final do período em análise.** Em março de 2020 a Área do Euro registava uma taxa de desemprego de 7,2%. Com o eclodir da pandemia de COVID-19 a taxa de desemprego na Área do Euro iniciou um movimento de subida até agosto de 2020, momento em que alcançou 8,6% — Gráfico 20. A partir de setembro de 2020, a taxa de desemprego na Área do Euro iniciou uma trajetória de descida, que se mantém até ao final do período em análise, sendo que, a partir de novembro de 2021, passou a registar valores abaixo dos observados no período anterior à pandemia de COVID-19.

**Gráfico 20 – Desemprego na Área do Euro e em Portugal: janeiro de 2019 a janeiro de 2023**  
(em percentagem da população ativa)



Fontes: Eurostat: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/UNE\\_RT\\_M\\_custom\\_3351888/default/table](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/UNE_RT_M_custom_3351888/default/table), compulsado em 7 de março de 2023, e tratamento da UTAO. | Notas: Dados mensais ajustados de sazonalidade, mas não ajustados do efeito calendário.

**206. A taxa de desemprego em Portugal segue uma tendência sincronizada com a da Área do Euro, mas com uma reação ao impacto da COVID-19 de maior amplitude. Após um pico registado em agosto de 2020, a taxa de desemprego em Portugal iniciou uma trajetória de descida que se manteve até julho de 2022. Iniciou um movimento de subida em novembro de 2022 e ultrapassou a média da Área do Euro no mês seguinte. Desde julho de 2021 que regista valores inferiores ao período pré-COVID-19.** Em março de 2020 Portugal registava uma taxa de desemprego de 6,5%, valor que desceu para 6,0% em maio de 2020, apesar do eclodir da pandemia em março desse ano — vide o mesmo Gráfico 20. Nos meses seguintes, com o desenvolvimento da pandemia de COVID-19 a taxa de desemprego em Portugal aumentou significativamente até atingir um pico em agosto de 2020, com 8,0%. A partir de setembro de 2020, a taxa de desemprego em Portugal iniciou uma trajetória de descida (com ligeiras oscilações pontuais) que se manteve até julho de 2022. Refira-se que, entre julho de 2021 e outubro de 2022, registou valores abaixo dos verificados em maio de 2020 (no caso português o valor mínimo da taxa de desemprego no período próximo do eclodir da pandemia de COVID-19 foi alcançado em maio e não em março de 2020). Em agosto de 2022, iniciou um movimento de subida, que tem sido mais acentuado desde novembro, salientando-se que ascendeu a 7,1% em janeiro de 2023 e que ultrapassou a média da Área do Euro em dezembro de 2022.

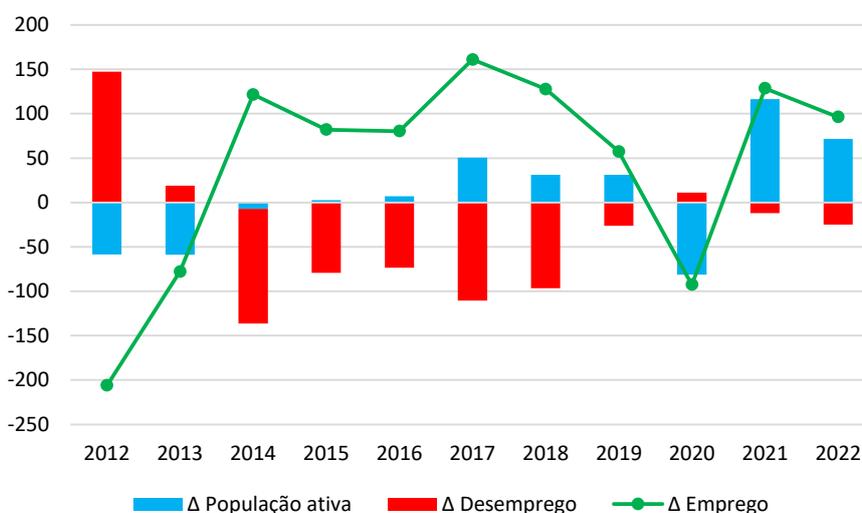
**207. A persistência da inflação não parece ter tido efeitos na taxa de desemprego até outubro de 2022.**

A evolução favorável do desemprego está em linha com o crescimento forte do PIB real ao longo do mesmo ano, tanto em Portugal como no conjunto da Área do Euro. Em Portugal, subiu de 6,0% para 7,1% nos últimos três meses observados, em contraciclo com a medida da Área do Euro. A política monetária, sendo comum, tem muito mais em conta a situação agregada no conjunto da Área do Euro do

que numa economia pequena deste espaço. Olhando apenas para a taxa de desemprego, o BCE não verá (ainda) sinais de arrefecimento inquietante atribuível à subida das taxas de juro. Para melhor perceber o estado do mercado de trabalho, importa olhar também para outros indicadores.

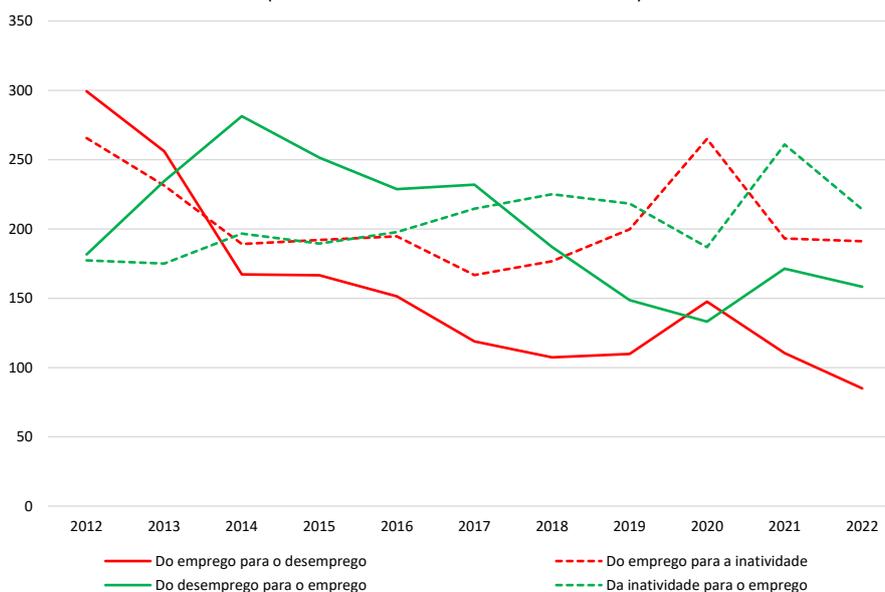
**208. O aumento líquido do emprego no biénio 2021–2022 reflete o crescimento líquido da população ativa, seguido de uma ligeira descida líquida na população desempregada.**<sup>78</sup> Em 2020, assistiu-se a uma descida da população ativa devido ao forte contributo do 2.º trimestre. Posteriormente, o crescimento do emprego em 2021 e 2022 (Gráfico 21) foi superior à redução do mesmo no ano do início da pandemia COVID-19, atingindo em 2022 o máximo da série estatística do emprego (4,9 milhões de indivíduos). Os fluxos líquidos entre o emprego, o desemprego e a inatividade refletem fluxos bidirecionais (Gráfico 22). Estes movimentos revelam que o fluxo do emprego para o desemprego situou-se no mínimo desde 2012.

**Gráfico 21 – Decomposição do fluxo anual do emprego entre população ativa e desemprego**  
(Variação anual em milhares de indivíduos)



Fontes: INE e cálculos da UTAO.

**Gráfico 22 – Fluxos entre emprego, desemprego e inatividade**  
(fluxo anual em milhares de indivíduos)



Fontes: INE e cálculos da UTAO.

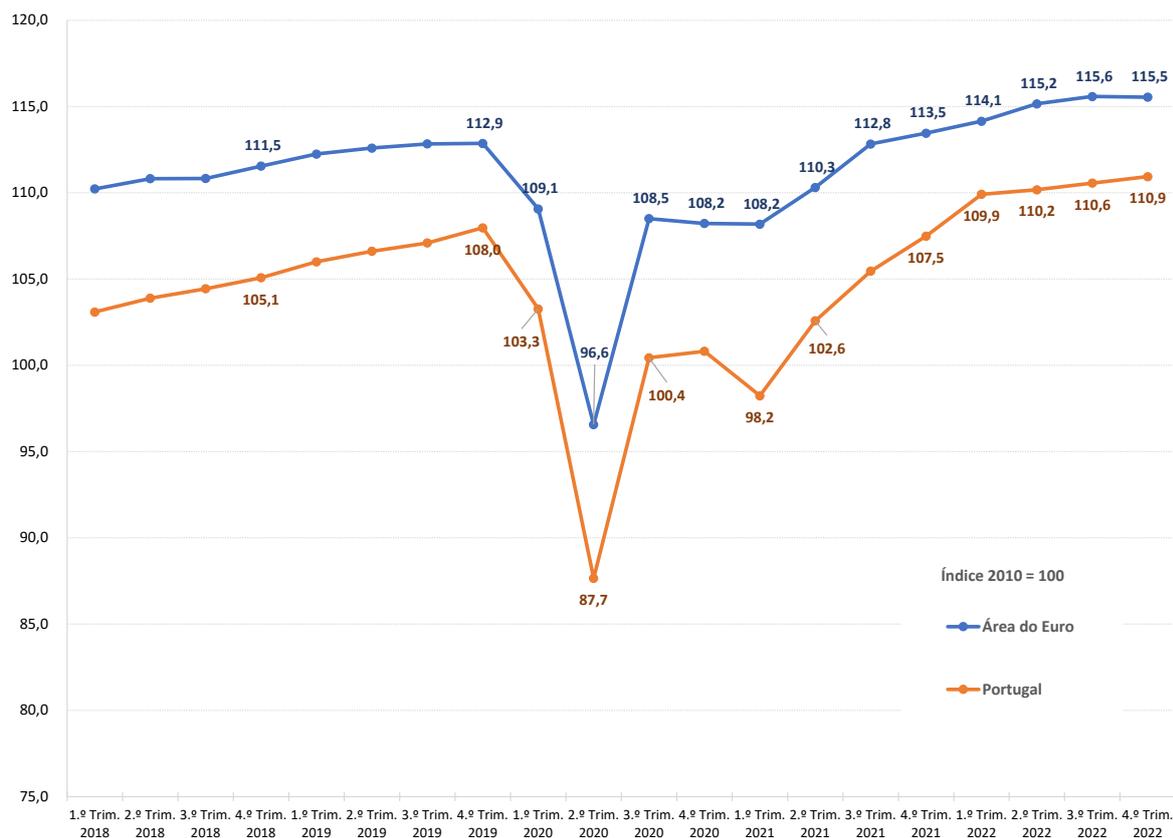
<sup>78</sup> Por definição: População ativa = População empregada + População desempregada.

### 8.5.5 Produto interno bruto e indicadores avançados de alta frequência

**209. A evolução do PIB na Área do Euro registou uma tendência de crescimento até final de 2019. O impacto da pandemia iniciou-se logo no 1.º trimestre e agravou-se expressivamente no 2.º trimestre de 2020. A partir de setembro de 2020, a economia da Área do Euro iniciou um processo de recuperação, mais acentuada no 3.º trimestre de 2020, seguindo-se um período de estabilização e, posteriormente, uma tendência de recuperação que se manteve até ao final do período em análise.** No final de 2019, o PIB da Área do Euro situava-se no índice 112,9 (PIB<sub>2010</sub> = 100), prosseguindo uma trajetória de crescimento até esta data. Com o surgimento da pandemia de COVID-19, a economia da Área do Euro recuou para 109,1 no 1.º trimestre e 96,6 no 2.º trimestre de 2020 — descrição no Gráfico 23. Significa isto que, em apenas dois trimestres, o PIB da Área do Euro desceu para níveis que se situam 3,4 p.p. abaixo do PIB<sub>2010</sub>, registado uma década antes, uma vez que este é a base do cálculo do presente número-índice. Após esta queda bastante significativa, no 3.º trimestre de 2020 registou-se uma recuperação em cadeia, para 108,5, estabilizando nos trimestres seguintes. O 2.º trimestre de 2021 marcou o início de um processo de recuperação que se manteve até ao 3.º trimestre de 2022, mas foi no decurso do 4.º trimestre de 2021 que a economia da Área do Euro alcançou o nível pré-COVID-19.

**210. No que respeita a projeções macroeconómicas, os dados mais recentes do BCE apontam para um abrandamento do crescimento económico na Área do Euro, que será mais marcado em 2023.** Os preços elevados da energia, dos alimentos e da generalidade dos bens e serviços de consumo estão a reduzir o poder de compra das famílias e a subir os custos de produção de muitas empresas. Os choques inflacionistas do lado da procura e do lado da oferta explicados no Capítulo 5 condicionaram a atividade económica de modo crescente ao longo de 2022. As tensões geopolíticas adversas, sobretudo as motivadas pela guerra na Ucrânia, são um fator que abala a confiança das empresas e dos consumidores. Tendo em conta este cenário, os especialistas do BCE efetuaram uma revisão das projeções macroeconómicas para a Área do Euro, nomeadamente para a inflação e evolução da atividade económica (cf. parágrafo 182 e nota de rodapé 73 acima). Com efeito, no tocante à atividade económica da Área do Euro, os especialistas do Eurossistema esperam uma acentuada desaceleração da atividade económica em 2023. Antecipa-se um fraco crescimento em 2023 (0,5%), tendo este sido revisto em baixa face a anteriores projeções. As projeções dos especialistas do Eurossistema, elaboradas a 15 de dezembro de 2022, indicam que a economia da Área do Euro deverá registar um crescimento de 0,5% em 2023, 1,9% em 2024 e 1,8% em 2025. Um abrandamento significativo face ao alcançado em 2021 (5,3%) e 2022 (3,5%).

**Gráfico 23 – Evolução do PIB na Área do Euro e em Portugal: 1.º trimestre de 2018 a 4.º trimestre de 2022**  
(dados encadeados em volume, índice 2010 = 100)



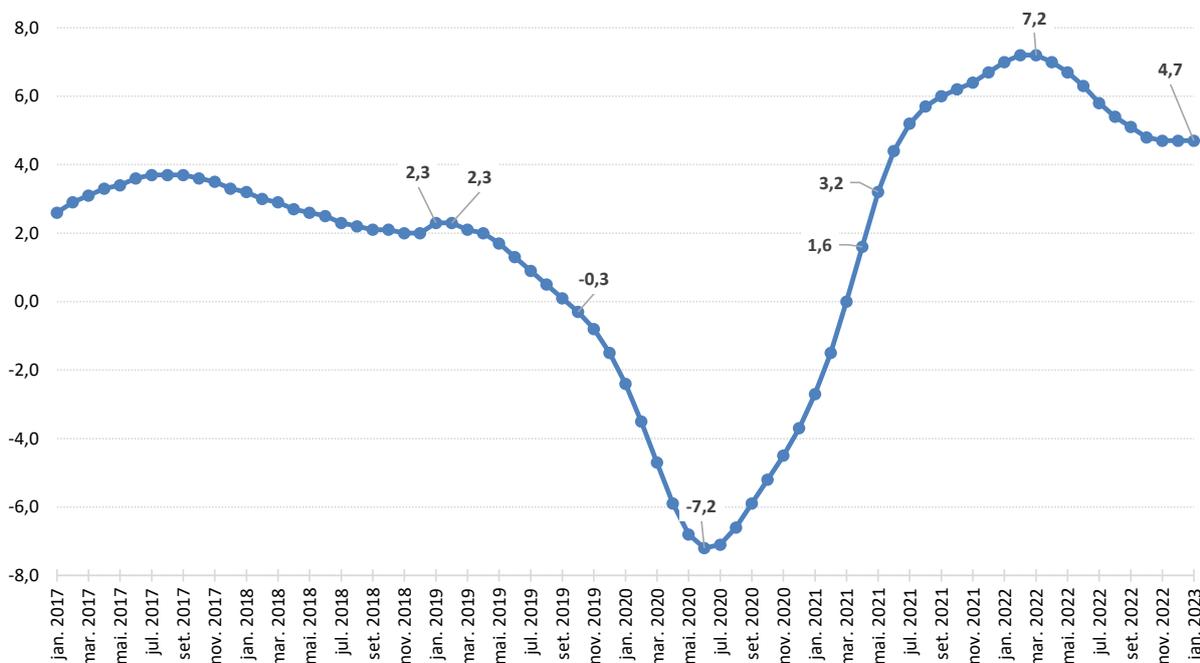
Fontes: Eurostat: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/NAMQ\\_10\\_GDP\\_custom\\_3352042/default/table](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/NAMQ_10_GDP_custom_3352042/default/table), compulsado em 10 de março de 2023, e tratamento da UTAO. | Notas: Dados trimestrais ajustados de sazonalidade e do efeito calendário. Dados provisórios para Portugal para o período 1.º Trimestre 2020 – 4.º Trimestre 2022.

**211. Tendo por referência o ano de 2010, o PIB português apresenta uma evolução divergente com a da Área do Euro, uma vez que regista uma trajetória de variações acumuladas inferiores às da Área do Euro. Contudo, segue uma trajetória sincronizada com a geografia económica em que se insere: i) registou uma tendência de crescimento até final de 2019; ii) o impacto da pandemia chegou nos 1.º e 2.º trimestres de 2020; iii) registou uma recuperação no 3.º trimestre de 2020 e, posteriormente, de forma mais sustentada a partir do 2.º trimestre de 2021. Alcançou o nível pré-COVID-19 no decurso do 1.º trimestre de 2022, cerca de seis meses depois da Área do Euro o ter conseguido.** No final de 2019, o PIB português situava-se no índice 108,0 (PIB<sub>2010</sub> = 100), no seguimento de uma trajetória de crescimento até esta data, tendo divergido da média da Área do Euro 4,9 p.p. entre 2010 e o final de 2019 — números no Gráfico 23. O impacto da pandemia de COVID-19 na economia portuguesa ocorreu em sincronia com o da Área do Euro, embora de forma mais acentuada em Portugal. Nos 1.º e 2.º trimestres de 2020, o PIB português recuou para 103,3 e 87,7, respetivamente, face ao PIB<sub>2010</sub>. Assim, nestes dois trimestres o PIB português desceu para níveis que se situam 12,3 p.p. abaixo do PIB<sub>2010</sub>, dado que este é a base de cálculo do índice. Após esta queda bastante significativa, o 3.º trimestre de 2020 registou uma recuperação em cadeia, para 100,4. Um novo período de recuperação iniciou-se no 2.º trimestre de 2021, e manteve-se até final do 4.º trimestre de 2022, embora de uma forma menos acentuada desde o 2.º trimestre deste ano. O PIB português alcançou o nível pré-COVID-19 no decurso do 1.º trimestre de 2022, cerca de seis meses mais tarde que o alcançado pela Área do Euro no seu conjunto.

**212. Os indicadores de alta frequência relativos ao andamento da atividade económica em Portugal indicam um abrandamento da economia portuguesa a partir de outubro de 2022 e que se manteve em janeiro de 2023.** Relativamente ao período não abrangido pelas dados do Eurostat, posteriores a dezembro de 2022, apresenta-se a evolução de duas variáveis proxy para o andamento da atividade económica em Portugal: o indicador coincidente para a atividade económica, com periodicidade mensal (Gráfico 24) e o indicador diário de atividade económica (Gráfico 25). A informação compilada por intermédio destes indicadores permite identificar um abrandamento no crescimento da atividade económica após outubro de 2022. Em outubro de 2022, a taxa de variação do indicador coincidente

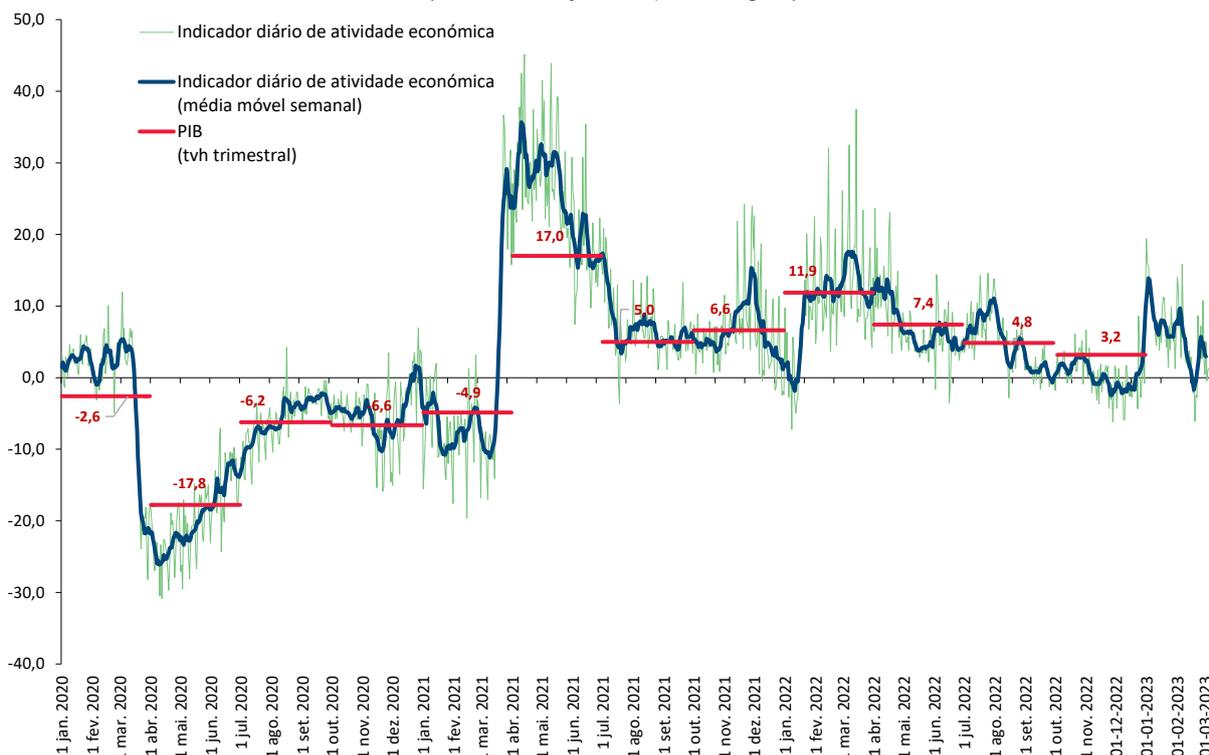
da atividade económica foi de 4,8% (menos 0,3 p.p. do que em setembro) e em novembro registou uma nova queda para 4,7%. Em dezembro de 2022 e janeiro de 2023 a taxa de variação deste indicador manteve-se neste mesmo valor. Com efeito, desde março de 2022 que se regista uma queda na taxa de variação homóloga deste indicador, altura em que atingiu 7,2%. Relativamente ao período posterior a 1 de fevereiro de 2023, o indicador diário da atividade económica, espelhado no Gráfico 25 abaixo, apresenta maiores taxas de variação na primeira quinzena de fevereiro, registando variações negativas em 6 dias da segunda quinzena deste mês.

**Gráfico 24 – Indicador coincidente para a atividade económica em Portugal**  
(taxa de variação homóloga, em percentagem)



Fontes: Banco de Portugal: <https://bpstat.bportugal.pt/serie/12099329>, compulsado em 10 de março de 2023, e tratamento da UTAO. | Notas: Série mensal.

**Gráfico 25 – Indicador diário de atividade económica em Portugal**  
(taxa de variação, em percentagem)



Fontes: Banco de Portugal: <https://www.bportugal.pt/publications/banco-de-portugal/all/9085>, compulsado em 10 de março de 2023 e tratamento da UTAO.





## 9 Conclusões

**213. O conteúdo deste capítulo é um resumo das mensagens principais explicadas e demonstradas ao longo dos capítulos e anexos deste estudo; contém ainda um conjunto de ilações útil para os leitores refletirem por si sobre o desenho de medidas de política concretas.** As próximas páginas fornecem uma perceção global sobre os temas tratados e os princípios económicos a ter em conta no desenho de medidas de política com maior capacidade de combater as causas da inflação ou mitigar as consequências negativas da mesma no bem-estar dos cidadãos. O estudo teve uma finalidade pedagógica. Não pretendeu ser uma mera descrição do que sucedeu nem um avaliador de medidas de política concretas, em exercício no mundo real. É um documento didático para ajudar quem o quiser ler a entender a inflação e a interpretar por si as respostas das políticas públicas que estão a ser dadas em todo o mundo. Propositadamente, o estudo não avaliou nenhuma medida concreta adotada por Portugal ou outros países. Contudo, disponibilizou instrumentos macro e microeconómicos de análise dirigidos a identificar alguns efeitos importantes de tipos de medida que estão a ser desenhados no mundo real. Por exemplo, não se comenta o teto à atualização das rendas prediais em 2023 criado pelo legislador português, mas oferece-se um quadro mental de referência para o leitor refletir sobre os efeitos plausíveis da aplicação de preços máximos a quaisquer bens ou serviços. O capítulo está escrito por forma a ser entendido, em linhas gerais, por leitores sem disponibilidade ou interesse em conhecer a fundamentação técnica dos argumentos. Porém, garante-se que as observações conclusivas que se seguem encontram justificação plena na análise económica desenvolvida nos capítulos anteriores e, com maior profundidade técnica, nos anexos que encerram este trabalho.

### 9.1 Inflação: conceitos e evidência empírica

**214. O que é a inflação?** Nos termos mais diretos e simples possíveis, a inflação é o aumento generalizado dos preços em muitos mercados de bens e serviços ao longo de um determinado período. É possível construir um ou mais indicadores numéricos da evolução de múltiplos preços ao longo do tempo. Chamam-se índices de preços. Cada índice é uma síntese dos preços de todos os bens que integram determinado cabaz de bens e serviços. A taxa de inflação é a variação percentual anual do índice de preços escolhido.

**215. A inflação surgiu de rompante em 2021 e é um fenómeno novo para quem nasceu no século XXI.** Mesmo muitos cidadãos que nasceram no século passado poderão já ter esquecido como é viver e tomar decisões com inflação acima de 4% em média anual. É preciso recuar a anos anteriores a 1995 para encontrar taxas de inflação acima deste nível nas economias desenvolvidas. De então até 2020, o mundo ocidental viveu quase sempre com taxas entre - 1% e + 3%, um período bem longo de estabilidade de preços. As pessoas, as empresas e as políticas públicas habituaram-se a este ambiente e recebiam a mudança. A inflação é hoje um fenómeno mundial e não se vislumbram ainda sinais de cura irreversível.

**216. O processo começou nos produtos energéticos e nos alimentos não transformados e, em poucos meses, espalhou-se a toda a economia.** O encarecimento dos preços dos combustíveis fósseis, que se iniciou bem antes da guerra na Ucrânia, foi o primeiro determinante principal da subida na generalidade dos preços. Aqueles cresceram acima de 40% ao ano durante a maior parte dos meses de 2022 na Área do Euro e ainda estão a crescer a 15% no mês mais recente para o qual há dados do Eurostat (janeiro de 2023). Em Portugal, também foi o detonador principal, mas subindo menos do que junto da generalidade dos consumidores europeus. Os alimentos não transformados, que constituem a matéria-prima das refeições em casa, têm sido a segunda classe de bens a ficar mais cara. O efeito está a ser mais forte em Portugal do que na média da Área do Euro, com variações homólogas de 19,4% e 11,3%, respetivamente, em janeiro de 2023. Os preços das outras classes de bens são historicamente menos voláteis, mas a inflação subjacente, que mede a variação dos mesmos, tem subido quase todos os meses e é mais alta em Portugal do que na média da Área do Euro (7,8% contra 7,1%, respetivamente, em janeiro de 2023). Nos meses que se vão seguir este ano, os preços de praticamente todos os bens continuarão

a subir, mas as várias taxas de inflação aumentarão menos por causa do efeito de base (as variações homólogas começarão a incluir no denominador os índices de preços significativamente elevados que se verificaram a partir do segundo trimestre de 2022).

**217. Mas o que é que a inflação revela?** A inflação é o reflexo de escassez de oferta ou excesso de procura ao mesmo tempo num conjunto muito vasto e significativo de mercados de bens e serviços. Quando este fenómeno acontece no mercado específico de um bem, ele torna-se visível de duas maneiras: i) falta produto para satisfazer todas as intenções de compra; ii) o preço tende a subir, já que haverá consumidores dispostos a pagar mais por cada unidade e produtores dispostos a oferecer mais em troca de um preço superior. Com o tempo, verifica-se, pois, uma subida no preço a que as transações deste bem são realizadas e a redução do desequilíbrio entre as quantidades procurada e oferecida. Sendo o fenómeno comum a muitos outros mercados, observa-se a subida nos preços de todos eles ao longo do tempo. Ao mesmo tempo, as mudanças nas intenções de compra e venda em tantos mercados induzem uma trajetória de redução até zero nos excessos de procura ou carências de oferta. Quer isto dizer que a subida dos preços faz parte da solução para acabar com a inflação.

**218. Há várias medidas de inflação disponibilizadas pelas autoridades estatísticas.** A variedade é explicada pela diversidade dos interesses da sociedade em conhecer a evolução de preços ao longo do tempo. Por exemplo, a federação de empresas de uma determinada indústria terá interesse em saber como estão a evoluir os preços do seu produto agregado e os preços das matérias-primas antes de se reunir com o sindicato do sector para discutir aumentos salariais. Já o sindicato estará mais interessado em assentar a sua proposta no conhecimento da evolução dos preços dos bens tipicamente comprados pelas famílias. Há muito que se consensualizou na teoria macroeconómica a ideia de que os preços que devem servir de referência à condução da política monetária são os preços dos bens e serviços consumidos pelas famílias. Estas razões ajudam a compreender por que é que as medidas de inflação calculadas com base na variação de índices de preços no consumo são as mais divulgadas na comunicação social e as mais discutidas à mesa do café. O indicador com este âmbito mais conhecido no mundo é o Índice de Preços no Consumidor (IPC). A União Europeia (UE) sentiu necessidade de criar um índice próprio para melhor definir o objetivo da política monetária na Área do Euro: chama-se Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC). Chama-se a atenção para o facto de nenhuma autoridade estatística ser capaz de calcular a taxa de inflação verdadeiramente enfrentada por cada uma das famílias. O melhor que consegue fazer é calcular a taxa de variação dos preços de um cabaz específico de bens que é comprado pela família "típica". Os ponderadores deste cabaz são definidos periodicamente com base em inquéritos às despesas das famílias e mantidos fixos durante alguns anos. Assim, em cada momento haverá sempre famílias que enfrentam taxas de inflação acima e outras que enfrentam taxas de inflação abaixo da taxa medida pelo IPC ou pelo IHPC.

**219. A inflação assemelha-se a um imposto indireto.** Tal como um imposto sobre o valor de uma transação ou a quantidade transacionada, a inflação faz subir o preço de equilíbrio dos bens. É o que o IVA, o ISP, o IMT, o Imposto de Selo e muitas outras imposições pecuniárias sobre bens e serviços fazem. A analogia não fica por aqui. Para uma dada quantidade, o valor transacionado sobe, o que faz aumentar a receita de todos os impostos e taxas que incidam sobre valores de transação. No curto prazo, pelo menos, os valores transacionados não descem, pelo que o imposto inflação gera dinheiro para os cofres públicos (via cobrança dos impostos indiretos e das taxas com o mesmo tipo de incidência). Por estas duas razões, popularizou-se nos textos económicos a designação "imposto inflação".

## 9.2 Receios

**220. Muitos agentes têm razões para recear o imposto inflação.** A persistência de taxas de inflação consideráveis, i.e., acima de 3% ou 4% ao ano durante vários trimestres, traz consequências nefastas para o bem-estar de praticamente todos os agentes económicos, incluindo decisores políticos.

- (i) Famílias: a perda permanente do poder de compra dos seus rendimentos fixos é a principal preocupação. Não há razões para esperar deflação após inflação. Os preços dos bens que consomem não regressarão mais aos níveis anteriores ao processo inflacionário. O fim da infla-

ção sinaliza o fim da escassez relativa de bens em múltiplos mercados. Os novos preços de equilíbrio permanecerão constantes ao nível superior, até que novo choque os volte a perturbar. A evidência empírica revela que, em geral, as perdas de poder de compra do rendimento causadas por inflação são até mais penosas do que as causadas por recessão.

- (ii) Empresas: a inflação comprime diretamente o crescimento das margens de rentabilidade futuras. Com os consumidores menos predispostos a adquirir maiores quantidades no futuro por causa da subida de preços, as empresas perdem o canal volume para melhorar a rentabilidade económica. O processo autoalimenta-se: privadas desse canal, as empresas que tiverem poder de mercado apostarão no canal preço para melhorar o lucro, assim agravando a dimensão da inflação e limitando mais o crescimento da rentabilidade por via da quantidade vendida.
- (iii) Famílias e empresas: a inflação dá-lhes mais motivos para ficarem pior.
  - o Causa miopia no planeamento das decisões: viver para o curto prazo é o incentivo geral de um quadro prolongado de inflação elevada e volátil. Este contexto dificulta extraordinariamente as previsões das empresas sobre os seus resultados em termos reais, ao mesmo tempo que assusta os aforradores quanto ao retorno real das suas aplicações. A inovação nos negócios e o investimento na economia real são penalizados, contraindo o produto potencial — o que, na prática, se traduz em menor prosperidade futura para a generalidade das pessoas. Um corolário deste contexto é o esboroamento das estruturas informais de crédito e confiança em que muitos pequenos negócios assentam.
  - o Deteriora a qualidade do sistema de preços enquanto mecanismo de informação sobre a escassez relativa de bens: Os agentes passam a ter dificuldade (tão grande quanto mais elevada e variável for a taxa de inflação) em distinguir, na variação dos preços absolutos, a parte que decorre de alterações na procura ou na oferta do bem em questão, da parte que resulta da subida generalizada de preços. Isto prejudica o ajustamento racional dos seus comportamentos nos mercados.
  - o Desvia recursos produtivos para a renegociação permanente de contratos: O consumo de recursos, que a degradação do sinal do sistema de preços exige como compensação para a tomada racional de decisões, redundam em menos recursos disponíveis para atividades de maior valor acrescentado e, portanto, em menos PIB real, ou seja, num bolo mais pequeno para dividir por todos.
  - o Agrava a distribuição da riqueza: o sucesso de cada parte numa transação repercute para a outra parte ou para partes noutra transação a incidência económica do imposto inflação depende do poder de mercado relativo de cada uma. No fim do dia, serão os agentes menos móveis e com rendimentos fixos que mais erosão monetária sofrerão na sua capacidade aquisitiva.
- (iv) Sociedade em geral: a partir de um certo nível, a instabilidade de preços pode degenerar em revoltas sociais, pondo em causa a ordem pública e questionando o regime político.
- (v) Bancos centrais: receiam a inflação elevada por quatro motivos essenciais: teste à eficácia dos bancos centrais, incerteza, custos sociais do ajustamento e grande exposição pública.
- (vi) Políticos em geral: é sabido que os indicadores de popularidade condicionam o seu comportamento. Sendo tantos os malefícios que a inflação persistente causa em tantos eleitores, como se reviu nos travessões acima, os agentes políticos têm boas razões para também não gostarem de inflação.

**221. Por todas estas consequências nefastas, a inflação bem pode ser considerada uma forma de esclerose económica.** Tal como na biologia humana, a passagem do tempo com inflação enrijece o tecido económico, retirando-lhe flexibilidade para reverter os malefícios. Agrava de modo permanente a erosão no poder de compra dos rendimentos fixos e força a economia de mercado a desperdiçar recursos em atividades menos produtivas (perda de eficiência económica) e geradoras de maior iniquidade entre indivíduos.

### 9.3 Causas

**222. O fenómeno inflacionista que o mundo vive desde, pelo menos, meados de 2021, tem sido causado por múltiplos choques macroeconómicos, tanto do lado da procura como do lado da oferta.** As perturbações do primeiro tipo caracterizam-se por deslocações da curva da procura agregada para cima e

para a direita e as da oferta por deslocações da curva para cima e para esquerda. Por outras palavras, as primeiras desencadeiam pressões expansionistas sobre o produto e o emprego e pressões inflacionistas sobre o nível geral de preços. As perturbações do segundo tipo libertam pressões contraccionistas sobre o produto e o emprego e pressões inflacionistas sobre os preços.

1. Choques expansionistas na procura agregada de bens e serviços finais
  - 1.1. Expansão do consumo privado alimentada pela acumulação extraordinária de poupanças durante a pandemia
  - 1.2. Planos orçamentais expansionistas sincronizados e sem precedentes nas décadas mais recentes levados a cabo por quase todos os países da OCDE
2. Choques contraccionistas na oferta agregada de bens e serviços finais
  - 2.1. Descarbonização
  - 2.2. Encerramento de unidade produtivas por razões de saúde pública (COVID-19)
  - 2.3. Estrangulamentos na cadeia de transportes de média e longa distâncias
  - 2.4. Rupturas na produção e no escoamento de cereais e fertilizantes
  - 2.5. Redução na dotação de trabalho
  - 2.6. Crescendo de desastres naturais (eventos climáticos extremos)
  - 2.7. Guerra na Ucrânia

**223. Alguns destes choques iniciaram-se antes da pandemia.** O movimento de descarbonização manifesta-se desde a década passada e o declínio tendencial da oferta de trabalho nas economias desenvolvidas é notado nas estatísticas desde, pelo menos, o início do século. O mesmo se pode afirmar dos desastres naturais, cujo aumento na frequência e na gravidade dos efeitos começou há muitos anos e, infelizmente, não irá terminar em breve. A guerra na Ucrânia não está a ser, em si mesma, um choque qualitativo novo fora dos beligerantes diretos — antes se comporta como um catalisador dos outros choques contraccionistas da oferta agregada no resto do mundo. Como se recordará no parágrafo 229, a falta de sincronia entre bancos centrais na resposta à inflação causou dois outros choques inflacionistas nos países cuja moeda se depreciou face ao dólar.

**224. A diversidade de causas dificulta muito o fim do processo inflacionário.** Sendo múltiplas, a resposta natural dos agentes económicos aos excessos de procura ou carências de oferta generalizados é lenta. A predominância das causas da oferta sobre as da procura, que é estatisticamente observada, constitui um desafio para o qual a política económica não tem instrumentos adequados. Por isso, a correção do processo está a ser demorada; apresentará melhorias e agravamentos ao longo do tempo enquanto as origens dos choques não desaparecerem.

#### 9.4 Soluções

**225. Terminar o surto inflacionista significa acabar com os choques que a estão a causar.** Que mecanismos existem então para extinguir a inflação? À semelhança da biologia humana, também a economia dispõe de um mecanismo natural que se pode apelidar de “resposta imunitária”. Como se recordou acima, a inflação é o sintoma de excesso de procura generalizada nos mercados de bens e serviços. O funcionamento automático dos mercados induz uma resposta imunitária semelhante ao mecanismo imunitário dos seres humanos quando os seus organismos são infetados por um vírus. Aquele funcionamento desencadeia uma reação espontânea no comportamento dos agentes que reduz os excessos de procura (ou escassezes de oferta) e faz a taxa de inflação tender para zero no médio prazo (se mais nenhum choque inflacionista surgir nesse período). Muita gente sofre bem-estar na transição para um novo equilíbrio macroeconómico com preços estabilizados. Não há nenhuma garantia teórica de duração do processo de ajustamento e, na prática, a atuação deste mecanismo é mais lenta do que a generalidade das pessoas prejudicadas gostaria. Naturalmente, elas viram-se para o poder político em busca de respostas complementares. Dito isto, a experiência acumulada até março de 2023 permite reconhecer que as reações esperadas dos agentes à alta de preços em mercados específicos já apresentam resultados, embora seja cedo para concluir sobre a sua irreversibilidade nos próximos trimestres (casos de desaceleração na subida de preços, antes de impostos e subsídios, nos produtos energéticos;

a reabertura económica da China no primeiro trimestre de 2023 poderá vir a contrariar este movimento, sobretudo quando o mundo ocidental iniciar a vaga de aprovisionamento para o Inverno 2023/24).

**226. Infelizmente, não há medicamentos perfeitos na farmácia das autoridades para eliminar as causas da inflação.** Apenas há duas políticas públicas com capacidade de fogo para combater os choques expansionistas da procura. A diplomacia pouco pode fazer para atenuar alguns choques do lado da oferta. A política monetária é a que dispõe de instrumentos mais eficazes para reduzir a taxa de inflação. Desde logo, a moldura institucional, na qual avultam a proibição de financiamento direto dos Estados e o estatuto de independência face ao poder político. No terreno concreto, avultam os instrumentos capazes de encarecer os créditos concedidos e a conceder pelo sector bancário às empresas, às famílias e aos Estados: taxas de juro diretoras, vendas de títulos de dívida pública e privada no mercado financeiro e persuasão de todos os agentes económicos. Ao subirem as taxas de juro nos mercados retalhistas, os agentes devedores ficam com menos rendimento disponível para comprar bens e serviços, assim fazendo baixar os excessos de procura generalizados e reduzindo progressivamente a escalada dos preços junto dos consumidores finais (baixando, portanto, a taxa de inflação). Portanto, a política monetária transmite os seus efeitos à inflação através da procura agregada. Claro que a transmissão destes efeitos aos preços radica nas regras legais do mercado de crédito que incentivam os devedores a deixar para último recurso, em caso de aperto financeiro, o incumprimento do serviço das suas dívidas. Ora bem, o estudo mostrou que os choques do lado da oferta são os que predominam na explicação do contexto inflacionista que se vive desde 2021 — a política monetária não impacta, pelo menos diretamente, sobre a oferta agregada. Nestas circunstâncias, os instrumentos da política monetária são menos eficazes. Os bancos centrais têm que subir as taxas de juro muito porque, ao mesmo tempo que fazem cair a procura agregada, os choques da oferta continuam a puxar os preços para cima e a exigir, em reuniões seguintes dos comités de política monetária, a continuação da subida das taxas de juro. Claro que a persistência dos choques inflacionistas da procura também onera a política monetária, mas o do consumo privado está praticamente terminado no final do primeiro trimestre de 2023 por esgotamento das poupanças extraordinárias acumuladas durante a pandemia. Subsiste e está em crescendo o choque do consumo público.

**227. A política orçamental pode acabar com a causa da inflação que ela própria está a gerar nas economias ocidentais.** A UE e os EUA têm no terreno programas plurianuais de consumo público muito expansionistas e concorrentes entre si pelos mesmos recursos. No bloco europeu, são os PRR, a política de coesão e o orçamento da Comissão Europeia para investigação. Nos EUA, importam vários planos, dos quais os mais musculados financeiramente são a *Bipartisan Infrastructure Law*, o *CHIPS Act* e o *Inflation Reduction Act*. Há já evidência empírica sobre o encarecimento de inúmeros fatores de produção e a sua contaminação para o resto da economia. Uma recalendarização destes programas que desloque para 2025 e anos seguintes uma parte significativa das contratações previstas para 2023 e 2024 poderá ajudar a dominar a inflação nos próximos dois anos, atenuando o esforço dos bancos centrais e o sofrimento dos devedores à banca.

## 9.5 Papel da política monetária

**228. Após mais de três trimestres de inflação crescente e acima de 2%, os bancos centrais das maiores jurisdições monetárias mudaram a orientação da política monetária.** O Capítulo 8 descreve as decisões de política monetária tomadas na Área do Euro e o Anexo E compara a evolução de taxas diretoras entre o BCE e a Reserva Federal norte-americana. Com exceção do Japão, a generalidade das uniões monetárias ocidentais foram adotando uma postura contraccionista até ao Verão de 2022. Abandonaram a orientação acomodatória e assumiram decisões que corporizaram a subida gradual das taxas de juro diretoras e o esvaziamento, também progressivo, das obrigações soberanas e privadas acumuladas nos seus ativos desde a crise das dívidas soberanas. Os EUA iniciaram o processo em março de 2022 e a Área do Euro em julho. De então até à data de fecho de informação nova para este livro, todas as reuniões de política monetária acrescentaram patamares ascendentes às taxas e confirmaram as decisões de venda de ativos. Após as reuniões de março de 2023, as taxas da FED eram mais elevadas do que as do BCE (5,00% contra 3,75% no custo da cedência marginal de liquidez e 4,75% contra 3,00 % na remuneração dos depósitos).

**229. O desfasamento temporal entre os EUA e a Área do Euro na ativação do mecanismo monetário acrescentou inflação na segunda jurisdição através de dois choques adicionais.** A Reserva Federal foi o primeiro banco central de uma união monetária grande a alterar a orientação da política no sentido de combater a inflação. Induziu, assim, maior atratividade nas obrigações emitidas nos EUA face aos outros grandes blocos mundiais e um movimento de capitais em busca de dólares. Consequentemente, a divisa norte-americana valorizou-se face às outras moedas durante quase todo o ano de 2022. A depreciação do euro conduziu, nesta jurisdição, a um choque contraccionista na oferta agregada e a um choque expansionista na procura agregada de bens e serviços finais durante esse período. Ambos causaram inflação na Área do Euro e nas outras uniões monetárias cujas moedas também se tenham depreciado face ao dólar norte-americano.

**230. A eficácia da política monetária requer sucesso na ancoragem das expectativas de inflação no médio prazo.** Por isso é tão importante a comunicação institucional por parte das autoridades monetárias. Muitas transações económicas são realizadas ao abrigo de contratos válidos por vários trimestres, quando não mesmo se estendendo até cinco e mais anos. Exemplos de vulto são as convenções coletivas de trabalho e os contratos de arrendamento de ativos imobiliários. É frequente incluírem coeficientes de ajustamento automático nos preços respetivos com base nas expectativas de inflação das partes. Os bancos centrais pugnam por persuadir as partes a acreditarem em taxas de inflação a médio prazo que não ultrapassem a meta das políticas monetárias para esse prazo.

**231. Ilações sobre o comportamento dos salários no futuro próximo a partir de movimentos na taxa de desemprego são frágeis.** Perante uma subida da taxa de desemprego, a ilação preditiva que imediatamente ocorre a muitos é a de que os salários nominais irão descer (ou desacelerar se estiverem numa dinâmica de crescimento até esse momento). Subjacente a este raciocínio, está a ideia de que o aumento do desemprego reduz o poder negocial dos trabalhadores. A ideia pode estar certa, mas o nexo de causalidade entre taxa de desemprego e taxa de variação salarial é incorreto. A taxa de desemprego é o rácio entre o volume de desemprego e a população ativa. Uma subida na taxa de desemprego pode provir de um aumento no número de desempregados ou de uma queda na população ativa. No segundo caso, o poder negocial dos trabalhadores até pode aumentar porque o fator trabalho se tornou mais escasso; logo, associado a um aumento na taxa de desemprego pode estar uma variação positiva (ou aceleração) nos salários nominais.

**232. As taxas Euribor sobem há mais de um ano consecutivamente.** Estas taxas são o indexante mais comum para as taxas de juro variáveis do crédito a empresas e particulares em Portugal e na Área do Euro. Em todas as maturidades começaram a subir antes do BCE anunciar a primeira subida de taxas de juro diretas. A taxa com maturidade a 12 meses “deu o tiro de partida” logo em janeiro de 2022, seguindo-se-lhe as demais por ordem decrescente de maturidade, até à de um mês, que arrancou em junho. A primeira subida de taxas diretas foi assumida pelo BCE no mês seguinte. O mercado, pois, antecipou em vários meses a inversão no sentido da política monetária. Partindo todas de um patamar próximo de zero por cento, distribuíam-se pelo intervalo de 2,369% (Euribor a um mês) a 3,534% (Euribor a 12 meses) na média do mês de fevereiro de 2023.

**233. Apesar do encarecimento acentuado do crédito, ainda não há sinais de enfraquecimento da economia real.** O emprego e o produto têm evoluído favoravelmente até agora, tanto na Área do Euro como em Portugal. A população ativa está a subir e a taxa de desemprego prosseguiu em 2022 a sua descida após o máximo local em 2020. O PIB real continuou a subir até final de 2022, última observação em contas nacionais, tendo superado já os níveis pré-pandémicos (na Área do Euro durante o quarto trimestre de 2021 e, em Portugal, um trimestre depois). Não se vislumbram quebras no PIB real nem no emprego desde que as taxas Euribor começaram a subir. Para Portugal, os últimos quatro meses mostram sinais mistos. A taxa de desemprego subiu de 6,0% em outubro de 2022 para 7,1% em janeiro de 2023 (método Eurostat), mas os indicadores avançados de alta frequência sobre a atividade económica apurados pelo Banco de Portugal denotam redução no ritmo de abrandamento nos dois primeiros meses de 2023. Para já, a situação não inspira cuidados, mas a monitorização da resiliência do mercado de trabalho português precisa de outros indicadores com frequência mensal ou submensal para conseguir identificar tão precocemente quanto possível o eventual ponto de viragem. A OCDE reviu em

17/03/2023 as suas previsões para cada uma das economias do G20.<sup>79</sup> A inflação deverá persistir neste e no próximo ano. A inflação total (subjacente) na Área do Euro deverá chegar a 6,2% (5,2%) em 2023 e 3,0% (3,0%) em 2024, abaixo das cifras para o conjunto G20, mas acima das previsões para os EUA. Em relação ao exercício anterior (novembro de 2022), há uma ligeira melhoria na inflação total, mas uma deterioração na inflação subjacente. Apesar da persistência da inflação em níveis elevados, a OCDE afasta o cenário de recessão em todas as economias, com exceção do Reino Unido (-0,2% de variação do PIB real em 2023, mas + 0,9% em 2024 e Rússia (- 2,5% e -0,5%, respetivamente). Para a Área do Euro e os EUA, apontam subidas de 0,8% e 1,5% em 2023 e 1,5% e 0,9% em 2024, respetivamente. O cenário no PIB é globalmente melhor do que no exercício de novembro. Poderá não haver recessão, mas os números do PIB antecipam uma fragilização generalizada do crescimento até 2024, face aos dois últimos anos observados. Isto significa que a janela de oportunidade para a política monetária intensificar o combate à inflação sem perdas significativas no emprego se poderá fechar dentro de poucos trimestres. Os riscos sobre as previsões, conclui a OCDE, são globalmente ascendentes no caso da inflação e descendentes no caso do PIB real.

**234. O período longo de taxas de juro nominais próximas de zero da última década seguido da recente subida abrupta na taxa de inflação e nas taxas de juros diretas tem suscitado a discussão sobre os objetivos quantitativos da política monetária.** A discussão incide sobre a alteração da meta de inflação de 2% para 3% ou 4% com base em fatores como o envelhecimento da população, a transição energética e as alterações na globalização. O argumento centra-se no facto de que, havendo para a taxa de inflação o objetivo de 3% ou 4% no médio prazo, será possível evitar, nos períodos de política monetária acomodatória, a aproximação das taxas de juros nominais a níveis próximos de 0%. Salvo melhor opinião, não será avisado mudar as metas da política monetária nas principais áreas monetárias industrializadas a meio do maior desafio inflacionista com que os bancos centrais respetivos estão confrontados desde meados do século passado. Isso retiraria credibilidade à política monetária e minaria a aceitação popular dos sacrifícios na qualidade de vida que estão a ser impostos na atual conjuntura. Só após o regresso sustentado da taxa de inflação à meta de 2% fará sentido abrir a discussão sobre os objetivos da política monetária nas jurisdições referidas.

## 9.6 Ilações possíveis no final de março de 2023 sobre os episódios de instabilidade bancária deste mês

**235. Os bancos centrais têm a missão de fornecer dois bens públicos essenciais: estabilidade de preços e estabilidade do sistema financeiro.** As crises financeira internacional de 2008–10 e das dívidas soberanas de 2010–2013 levaram a uma revisão profunda dos instrumentos ao serviço das autoridades monetárias para prosseguir os dois objetivos. Com esta revisão, elas ficaram com a caixa de ferramentas da política monetária para assegurar a estabilização dos preços junto dos consumidores e com a caixa de ferramentas da supervisão financeira para garantir a estabilidade do sistema financeiro. Desta forma, esperava-se que a célebre *regra de Tinbergen* acerca da eficácia dos instrumentos de política ficasse finalmente assegurada (haver, pelo menos, tantos instrumentos quantos os objetivos de política).

**236. Na prática, a arquitetura da supervisão financeira Basileia III foi enfraquecida nos EUA e, pelo menos, na Suíça nos últimos cinco anos.** No primeiro caso, uma lei bipartidária aprovada em 2018 retirou a maioria dos bancos de fora do radar da Reserva Federal, ao subir de 50 mM\$ para 250 mM\$ o limiar acima do qual aquela monitorização é obrigatória. Desapareceram para essa maioria os testes de resiliência a circunstâncias adversas e foram aligeirados os rácios prudenciais de capital e liquidez. Mesmo para a cerca de uma dúzia (à época) de instituições bancárias sujeitas à supervisão federal, as exigências prudenciais tornaram-se menos prudentes (cenários adversos insuficientemente adversos e intensidade das inspeções variável consoante a complexidade dos bancos supervisionados). O *Crédit Suisse* há muito que apresentava debilidades estruturais e as autoridades federais mostraram-se complacentes até ao desastre deste mês. Apesar das declarações públicas em sentido contrário, há o risco de aqueles eventos de instabilidade bancária poderem contaminar outras instituições que também têm “esqueletos no armário”, naquelas e noutras jurisdições monetárias. Em resumo: i) os bancos centrais caíram na

<sup>79</sup> OCDE (2023), [OECD Economic Outlook, Interim Report March 2023: A Fragile Recovery](#), OECD Publishing, Paris.

*armadilha de Tinbergen* (com um instrumento e dois objetivos, é impossível assegurar metas para os dois objetivos); ii) alguns fazedores de opinião começaram a salientar o efeito contraditório da subida das taxas de juro sobre os dois bens públicos. Os mercados aperceberam-se desta fragilidade institucional e é provável que testem a determinação dos bancos centrais em resolver esta falha de governação.

**237. À data de fecho deste relatório, impõem-se passos resolutos para rapidamente restaurar a confiança na caixa de ferramentas da supervisão financeira.** Importa avançar credivelmente na reposição da operacionalidade das ferramentas de supervisão financeira plasmadas no acordo Basileia III. A *regra de Tinbergen* deve voltar a ser respeitada. Se isso não suceder e for necessário sucumbir perante a tentação de afrouxar o nível das taxas de juro diretoras para privilegiar o balanço de alguns bancos, então o custo social da inflação elevada a pagar por quase todos os cidadãos do Mundo irá indubitavelmente subir e prolongar-se no tempo.

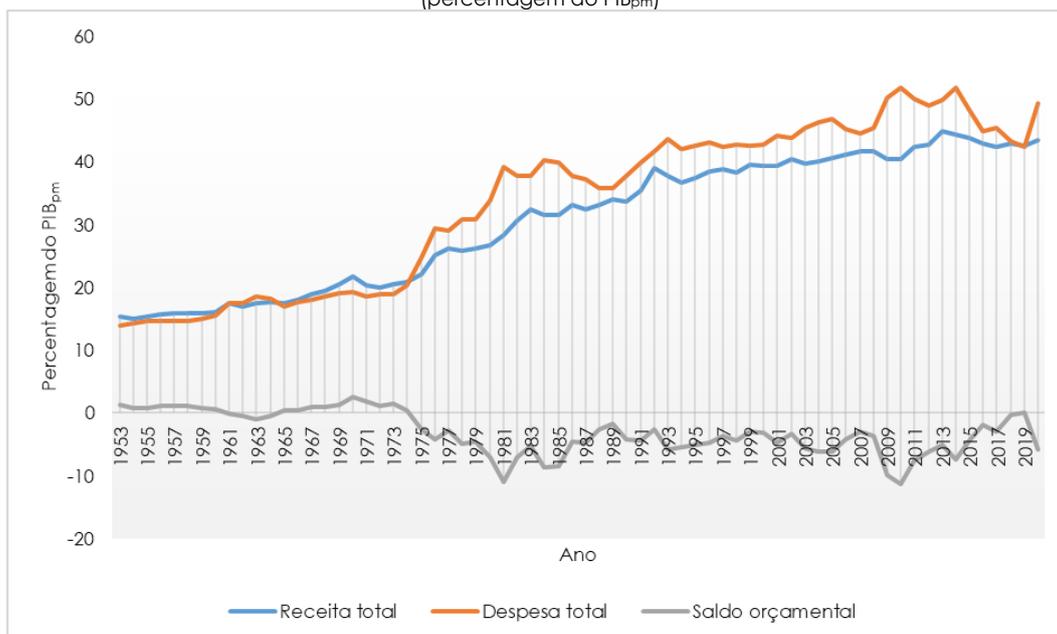
### 9.7 Medidas de política orçamental: princípios gerais a ter em conta no desenho e na avaliação

**238. Uma parte importante deste estudo pretendeu sensibilizar para a necessidade de os decisores e os avaliadores de políticas públicas terem em conta o efeito das medidas no comportamento dos agentes económicos.** De uma maneira geral, tanto os beneficiários como os prejudicados por uma medida reagirão a ela de acordo com o que acharem ser o melhor para o bem-estar respetivo. As pessoas tomam decisões com base nos incentivos que enfrentam e quem trabalha na indústria das medidas de política tem de saber muito bem como é que o desenho das medidas impactará nos incentivos comportamentais das pessoas. São inúmeros os exemplos de medidas bem-intencionadas que produziram resultados desastrosos por deficiente análise económica na sua construção. Demasiadas vezes em economia, o que parece não é o que vai acontecer. Para além de incorporar o objetivo da medida, o desenho tem de antecipar efeitos secundários adversos ou contrários à vontade do legislador. Os princípios de eficiência e equidade que seguidamente se sumarizam têm fundamento na ciência económica e vários foram explicados ao longo do Capítulo 7 e demonstrados formalmente no Anexo C e no Anexo D.

**239. Para o Estado ter capacidade de estabilização macroeconómica, é indispensável haver excedentes orçamentais nalguns anos.** Estabilizar as flutuações cíclicas na atividade económica é uma das três funções macroeconómicas do orçamento do sector público — Musgrave (1959),<sup>80</sup> em abono de um princípio básico ainda prevalecente de modo consensual no pensamento económico. Naturalmente, o exercício desta e das outras funções tem de caber na restrição de sustentabilidade das contas públicas. Por desenho, a função de estabilização macroeconómica deve ser, tendencialmente, autofinanciada. A injeção de despesa líquida para minorar as perdas dos agentes privados durante as fases baixas do ciclo deve ser paga com os recursos extraordinários que o Estado lhes retira nas fases altas. Este princípio deve, pois, estar presente na hora de decidir o que fazer com a entrada de receitas fiscais e contributivas elevadas quando o PIB observado excede o produto potencial (fase alta do ciclo) e, por maioria de razão, cresce mais depressa do que este. É preciso acumular reservas nos anos bons para poder pagar apoios nos anos maus. Vale a pena lembrar que Portugal nunca teve capacidade de estabilização macroeconómica significativa porque usou e abusou dos défices orçamentais ao longo dos últimos 48 anos — ver Gráfico 26.

<sup>80</sup> MUSGRAVE, Richard A. (1959), *The Theory of Public Finance: a study in public economy*, Nova Iorque: Mc-Graw-Hill.

**Gráfico 26 – Peso das Administrações Públicas no PIB**  
(percentagem do PIB<sub>pm</sub>)



Fontes: [Novas séries longas para a economia portuguesa —2020](#) (BdP e INE, 20/12/2021): Quadros 3.18.1 e 6.1 do ficheiro Excel. Cálculos da UTAO. | Notas: As quatro séries em valores nominais (PIB a preços de mercado, receita, despesa e saldo) estão valorizadas a preços correntes e computadas de acordo com as regras da contabilidade nacional vigentes à data da publicação.

**240. A política orçamental deve, pois, ser prudente na escala financeira das intervenções que desenhar.**

Na Secção 7.2 houve oportunidade de salientar as vantagens de coordenação com a política monetária: mesmo que o Estado *nade em dinheiro*, não deve contrariar a repressão da procura agregada desenvolvida pelo banco central com expansões orçamentais de escala comparável, sob pena de aprofundar e alongar o imposto inflação, com todos os malefícios identificados no Capítulo 4 a agravarem-se em intensidade e duração. A dor causada pela resposta da autoridade monetária seria ainda maior e mais prolongada. Portanto, é essencial evitar uma espiral contraditória entre as duas políticas económicas.

**241. É recomendável uma reflexão política séria no plano internacional sobre a conveniência de reduzir ou empurrar para o médio prazo a escala dos PRR na UE e dos planos igualmente expansionistas nos EUA.**

Através deles, os Estados estão, desde 2021, a concorrer entre si e com o sector privado por mais ou menos os mesmos recursos produtivos no mundo e a alimentar as pressões inflacionistas. A capacidade de resposta das economias reais no período pós-pandémico surpreendeu pela positiva todos os analistas; se fossem decididos hoje, os PRR e os pacotes norte-americanos concebidos para estimular essa recuperação teriam, provavelmente, uma dimensão financeira bem menos ambiciosa. A realidade evoluiu e a adoção nos EUA, entre novembro de 2021 e agosto de 2022, dos pacotes legislativos para promover infraestruturas, indústria de semicondutores, energia descarbonizada e um patamar mínimo de tributação do rendimento das empresas tem todos os ingredientes para desencadear uma onda protecionista em cada bloco ocidental assente na corrida aos subsídios e privilégios fiscais para projetos vultosos do sector privado em energia verde e tecnologias de computação. É mais um argumento a aconselhar aos EM da UE uma revisita à escala e à orientação dos PRR, pelo menos na execução planeada para 2023 e 2024.<sup>81</sup> Os orçamentos públicos são finitos e o endividamento angariado pela Comissão Europeia em nome de todos terá que ser pago por cada EM.

<sup>81</sup> A imprensa económica internacional apresenta cada vez mais relatos das tensões criadas pela iniciativa protecionista norte-americana. Ver, por exemplo, a peça "US touts Biden green subsidies to lure clean tech from Europe" na edição de 24/01/2023 do Financial Times. Dá conta do périplo acabado de realizar na UE por delegações de quatro estados norte-americanos para seduzir investimento de empresas europeias. Um troço ilustrativo do que está em causa é o seguinte: "I don't think we've actively recruited companies as intensely as we are now," said Justin Kocher, director of international business for JobsOhio. Ohio officials met with clean tech companies in Germany, Italy and Belgium in the past four months. The IRA will provide about \$370bn of subsidies for clean energy, marking America's most ambitious effort to tackle climate change, but has triggered furious criticism in Brussels and allegations that the US is discriminating against EU companies".

**242. Para a política orçamental, o foco convocado pela inflação deve estar na mitigação dos efeitos nocivos da mesma sobre o bem-estar das pessoas.** Com exceção do esvaziamento dos programas expansionistas já referidos, nada mais a política orçamental conseguirá fazer para combater as causas da inflação. Então, deverá concentrar-se no desenho de medidas de política que visem aliviar a erosão no poder de compra das famílias. Isso requer articulação com ministérios sectoriais e uma conciliação sábia entre objetivos políticos, restrição orçamental e conhecimentos de microeconomia.

**243. A política orçamental precisa ser seletiva nos alvos sociais a proteger.** Os recursos financeiros disponíveis para mitigar a erosão no poder de compra das famílias provocadas pelo imposto inflação são, pois, limitados por várias razões. Justifica-se, por isso, a concentração de despesa pública direcionada para o rendimento das famílias socialmente mais vulneráveis. Através de um desenho adequado das medidas, é possível maximizar a eficácia dos apoios junto dos beneficiários correspondentes ao envelope financeiro contido que o poder político entender poder dedicar ao objetivo de mitigação da erosão no poder de compra dos cidadãos.

**244. Tratar as empresas como famílias é um equívoco.** A proteção social existe para as famílias e não para as empresas. Por detrás destas, estão sempre famílias: dos empresários, dos trabalhadores, dos fornecedores e dos clientes. É o rendimento das famílias e não o das empresas que deve ser o alvo das medidas mitigadoras do impacto da inflação no poder de compra do rendimento. O apoio dado às famílias chega às empresas por via do consumo. Salvo exceções devidamente fundamentadas, deve ser o negócio a determinar a viabilidade das empresas e não o Estado através de uma pretensa proteção social das empresas. Demasiadas vezes, a política económica em geral discrimina entre, por um lado, pequenas e médias empresas e, por outro, grandes empresas. A dimensão das empresas nem sequer é um bom argumento para impor uma fonteira aos subsídios ou privilégios fiscais a conceder. Não só há micro e pequenas empresas com margens de rentabilidade e lucro por acionista muito superiores à média das empresas grandes, como a literatura económica vem demonstrando que é nas empresas grandes que a produtividade e os salários são mais elevados — Rocha (2017).<sup>82</sup>

**245. As medidas devem ter uma duração claramente limitada no tempo.** Pretende-se que a inflação possa deixar de ser um problema no mais curto período. A mitigação da erosão no poder de compra deve então ter uma duração limitada. Não se devem criar medidas de apoio que sejam politicamente difíceis de retirar quando a variação dos preços no consumidor estiver estabilizada na vizinhança de 2%. Recomenda-se, por isto, a incorporação nos textos legislativos de uma cláusula “pôr-do-sol”. Corresponde a fixar uma data precisa a partir da qual não serão aceites novos efeitos orçamentais. As medidas deverão ser acompanhadas regularmente e os seus prazos de validade revisitados; poderão ser prolongados de modo limitado no tempo em função de novas evidências que se recolham sobre a eficácia das medidas e os indicadores de inflação, seja a taxa total, sejam as taxas por classes de bens.

**246. O desenho deve prever gradualismo na fronteira de elegibilidade dos beneficiários.** É muito frequente, mas desaconselhável, as medidas preverem a atribuição do incentivo ou apoio total até um limiar único da variável que for usada para definir a condição de acesso ao mesmo. Por exemplo, uma medida com esta característica atribui  $X$  euros a cada indivíduo que tenha um rendimento até  $Y^1$  euros por ano. Um desenho assim dá tudo a quem tenha  $Y^1$  euros e nada a quem tenha um cêntimo mais do que  $Y^1$ . Não é uma maneira justa de tratar quem está na vizinhança do limiar pois, na prática, a situação económica das duas pessoas é igual. Recomenda-se, pois, desenhar a medida com uma redução progressiva até zero euros no montante do incentivo a atribuir para os beneficiários situados no intervalo de elegibilidade  $[Y^1 Y^2]$ . A linearizar da função incentivo entre aqueles níveis da variável escolhida como condição de acesso à medida é uma maneira simples de introduzir gradualismo na fronteira de elegibilidade dos beneficiários.

**247. A execução financeira das medidas deverá ter um registo contabilístico que facilite a identificação dos montantes em causa.** Conhecer o valor da execução financeira em tempo tão próximo do real

<sup>82</sup> ROCHA, Bruno Trancoso da (2017), “[Baixa produtividade: afetação de recursos e obstáculos ao crescimento das empresas na economia portuguesa](#)”, Publicação Ocasional n.º 3/2017, 6 de julho, Lisboa: Conselho das Finanças Públicas. Consult. em 09/03/2023.

quanto possível é essencial para os decisores políticos e os técnicos poderem avaliar o custo e a eficácia das medidas e agir sobre a renovação e a extinção das mesmas. A experiência que os sistemas de informação contabilística portugueses acumularam entre 2020 e 2022 na valorimetria das medidas COVID-19 deverá ser aproveitada para o País poder conhecer o valor da execução financeira das medidas do pacote inflação por rubrica de classificação económica (pelo menos), tanto em contabilidade pública como em contabilidade nacional. É positivo constatar, através das sínteses de execução orçamental, que a Direção-Geral do Orçamento mantém a disposição de relatar a execução financeira do pacote inflação, mas é desejável que a codificação das medidas nos sistemas de informação seja devidamente harmonizada entre ministérios para que se conheça tão rigorosa e exaustivamente quanto possível o impacto destas medidas. Conhecer quanto vão valendo em cada mês é um atributo indispensável para não se perder de vista a natureza temporária e limitada no tempo do peso do pacote inflação nas contas públicas.

**248. A eficácia no uso do dinheiro público será tanto maior quanto mais concentradas nos alvos as medidas forem.** A economia política ensina que há uma tendência natural dos governos dispersarem recursos para que o maior número possível de cidadãos-eleitores sinta no seu bolso a ação do Executivo. Porém, é preciso cuidado com esta inclinação natural para a dispersão. O orçamento apertado para mitigar os efeitos da inflação não dever ser usado como um regador para dar de beber a todas as plantas do canteiro. Medidas com um impacto irrisório no rendimento disponível do beneficiário individual nada mitigam na prática nem mudam o seu comportamento, mas, a soma dos apoios atribuídos a todos os beneficiários pode ser macroeconomicamente relevante. Há sempre um custo de oportunidade na atribuição dos apoios, pelo que a criação de uma medida nova ou a renovação de uma medida pré-existente deverá pesar os benefícios sociais da melhor aplicação alternativa dos recursos dos contribuintes.

**249. A compatibilidade dos incentivos entre políticas é essencial para a eficácia das mesmas.** Mais uma vez, a escassez dos recursos obriga a que os incentivos aos agentes atribuídos por uma política não sejam contrariados por outra. No contexto da inflação atual, este elemento ganha importância na complementaridade desejável entre política ambiental e política orçamental. Ter esta a contrariar a subida nos preços dos produtos energéticos junto dos consumidores contradiz o objetivo estrutural e bem mais importante a prazo que é a descarbonização da economia. A descida no preço relativo de bens causadores de gases com efeito de estufa estimula as emissões nocivas para a atmosfera. Por muito forte que esteja a ser o agravamento percentual dos seus preços, a verdade é que ele faz parte da solução na transição energética para um mundo com menos emissões de dióxido de carbono (CO<sub>2</sub>) e outros gases com efeito de estufa. Mais do que discursos e manifestações inflamadas contra esta forma de poluição, na hora da verdade são os preços sentidos pelos consumidores que os levam a optar por comportamentos menos intensivos em CO<sub>2</sub>. Gastar dinheiro público a baixar preços dos combustíveis é uma contradição com a política ambiental e resulta de uma confusão intelectual entre meios e objetivos: se o objetivo é diminuir o impacto da descarbonização no poder de compra das famílias, então atue-se sobre o poder de compra com outro meio que não o preço dos combustíveis. Abaixo se recordará que existe um instrumento alternativo aos subsídios indiretos ou às baixas de impostos indiretos com melhor qualidade.

## 9.8 Impactos na inflação e noutras variáveis económicas das medidas de política orçamental

**250. O Capítulo 7, o Anexo C e o Anexo D dão muita atenção à eficácia das medidas de política.** No momento do seu anúncio, os legisladores têm o hábito saudável de enunciar os objetivos que as medidas almejam alcançar. Embora nem sempre se comprometam com metas verificáveis, há, pelo menos, objetivos qualitativos. No contexto inflacionário, o contributo para a redução da inflação está tipicamente entre as finalidades das medidas. O estudo não trabalha deliberadamente com medidas concretas tomadas pelo país A ou B, como se explicou na Introdução. Contudo, analisou efeitos por tipos de medidas: subsídios indiretos, fixação de preços máximos, tributação de lucros excessivos, etc.. Até considerou tipos que não surgiram (ainda) na discussão pública dos pacotes inflação, como o teletrabalho. Obviamente, a capacidade de cada tipo de medida para reduzir preços nos seus mercados-alvo é um efeito estudado. Mas vários outros impactos económicos são relevantes para quem recebe

os benefícios, quem paga os custos e para quem decide uns e outros. Por isso, o miolo do estudo considerou impactos nas quantidades procurada e oferecida, no saldo orçamental, no bem-estar social, na distribuição do bem-estar social e, quando relevante, retirou ilações para a regulação de preços em mercados com oferta concentrada. O resto do capítulo apresenta as principais conclusões por tipo de medidas.

### 9.8.1 Subsídios diretos versus subsídios indiretos

**251. Esta subsecção reúne resultados demonstrados no Capítulo 7 e no Anexo C sobre a atribuição de subsídios diretos ao rendimento e subsídios indiretos ao rendimento, via alteração de preços relativos.** O que se diz sobre a atribuição de subsídios diretos aplica-se igualmente a descidas em taxas de impostos diretos e o que se escreve sobre a atribuição de subsídios indiretos aplica-se tal e qual a descidas em taxas de impostos indiretos. Assim, os resultados apresentados são mais gerais do que o título da subsecção sugere.

**252. A remoção dos subsídios indiretos terá um efeito inflacionista.** Os subsídios indiretos a preços de bens específicos que têm subido muito por causa da inflação (combustíveis rodoviários, gás natural em empresas intensivas neste fator, eletricidade doméstica, etc.) podem atenuar temporariamente a taxa de inflação. Mas quando forem removidos podem produzir o efeito contrário. O Economista-Chefe do BCE, Philip Lang, declarou recentemente<sup>83</sup> que os modelos do banco projetam, com efeito, subida na taxa de inflação em 2024 e 2025, em consequência direta da remoção desses subsídios prevista acontecer em muitos planos orçamentais nacionais por essa altura.

**253. Os preços relativos desempenham um papel insubstituível na economia de mercado.** São eles que estimulam a coordenação anónima das decisões de milhões e milhões de consumidores. Orientam a as decisões das empresas e dos consumidores a favor do tamanho do rendimento gerado na economia. A subida num preço relativo sinaliza escassez de oferta desse bem e induz os dois lados do mercado a mudar comportamentos no sentido de autocorrigirem o desequilíbrio e evitarem o desperdício de recursos. Mesmo na presença de falhas de mercado (economias de escala, externalidades, etc.) que impeçam a maximização do bem-estar social, o melhor resultado possível é alcançável, de uma maneira geral, através de instrumentos de política pública que incorporem nos preços relativos a perda social causada por essa falha.

**254. Salvo situações extremas de elasticidade, implausíveis no mundo real, o uso de subsídios ou reduções fiscais sobre quantidades ou valores transacionados reduz o preço pago por consumidores, mas não é recomendável por três razões.** Primeira, só uma parcela da despesa pública (ou receita fiscal perdida) chega ao bolso dos consumidores. A condição essencial para esta parcela chegar ao poder de compra das famílias é elas gastarem obrigatoriamente o subsídio na aquisição do bem intervencionado. De uma maneira geral, quanto maior for o poder relativo da oferta sobre a formação de preços, menor será a redução no preço que a procura conseguirá captar. Segunda razão, apesar do ganho de bem-estar sentido por consumidores e produtores dos bens cujo preço for subsidiado, o efeito líquido para a sociedade é negativo. Esta perda de bem-estar social chama-se carga excedente e advém da alteração no preço relativo sentido pelos dois lados do mercado. Pode ainda ser maior se a receita usada para financiar a medida tiver sido colhida por um imposto que tenha distorcido outros preços (carga excedente a montante). A terceira razão para dispensar a via dos subsídios e impostos indiretos para travar a subida de preços medida é o facto de existir um instrumento público alternativo com superior qualidade: trata-se da atribuição de um subsídio direto ao rendimento das famílias. Consiste em o Estado transferir dinheiro para a conta bancária das famílias. Este meio aumenta imediatamente o poder de compra do rendimento nominal das famílias sem que elas sejam forçadas a gastá-lo no bem intervencionado. Mostrou-se neste estudo que, não causando efeito de substituição, o subsídio direto (ou redução em imposto direto) dá aos consumidores mais poder de compra para o mesmo nível de

<sup>83</sup> Entrevista a Martin Wolf publicada em 17/01/2023 no jornal *Financial Times*: [Philip Lane: 'We haven't seen "normal" in Europe for a long time'](#).

despesa pública. O subsídio direto não gera carga excedente quando é aplicado pelas famílias, embora possa ter carga excedente gerada na origem do seu financiamento (tal como no caso do subsídio indireto).

**255. Acresce que o subsídio direto ao rendimento (ou redução na tributação direta) é mais amigável para combater a inflação e não prejudica os objetivos de outras políticas.** Um subsídio indireto para a compra de bens cuja taxa de inflação é particularmente elevada, como alimentos não transformados, tem o efeito indesejável de pressionar os seus preços a subir ainda mais, na medida em que apenas será pago se as famílias comprem mais volume desses bens ou realizarem maior despesa nos mesmos. Já o subsídio direto de igual valor dispersa-se na procura por outros bens que os consumidores entenderem privilegiar com este aumento do seu rendimento, tendo, por isso, um impacto altista menor no preço do cabaz alimentar. Quanto às outras políticas, também a subsidiação direta é preferível. Seja o caso das políticas ambiental e energética. Um subsídio indireto à quantidade ou ao valor das transações de combustíveis fósseis eleva a procura pelos mesmos por causa do efeito preço relativo. Ora este não existe por definição de subsídio direto.

**256. Em abono da primeira contraíndicação para usar subsídios e impostos indiretos para reduzir a inflação em categorias de bens existem vários estudos empíricos.** A primeira contraíndicação é a primeira razão exposta no par. 254. A Secção 7.4 reviu os resultados de um trabalho recente sobre o IVA em múltiplos EM da UE. Demonstrou a existência de uma assimetria notável na resposta dos preços de equilíbrio a subidas e descidas de taxas deste imposto — os preços tendem a subir mais após subidas de taxas do que tendem a descer após reduções de taxas. A assimetria na resposta dos preços gera repercussões assimétricas do mesmo tipo nos lucros e nas margens de comercialização. As assimetrias nas respostas de preços, lucros e margens persistem no longo prazo.

**257. Portanto, um subsídio direto ao rendimento nunca é pior para as famílias do que um subsídio de igual montante sob a forma de um desconto no preço de acesso a um bem.** Este facto decorre de as pessoas poderem no primeiro caso ficar tão bem, em termos de bem-estar, com cabazes diferentes que envolvam mais unidades de um bem e menos do outro. O subsídio direto de igual valor permite às famílias, se quiserem, comprar o mesmo cabaz que preferirão com o subsídio indireto ao consumo do bem  $x$  (por isso, nunca ficarão pior). Mas as famílias poderão fazer melhor com o subsídio direto ao rendimento: comprar um cabaz diferente, ou seja um cabaz com menos unidades do bem  $x$  que escolheriam sob atribuição do subsídio indireto e mais unidades dos outros bens. Por construção, a despesa para o Estado é igual com os dois instrumentos.

**258. Mas a despesa pública pode ser menor com o subsídio direto sem prejudicar as famílias beneficiárias.** Este estudo também demonstrou que, se o Estado quiser, pode desenhar o subsídio direto de modo a que a despesa com ele seja menor e o bem-estar das famílias fique igual ao que teriam no caso do subsídio indireto. No mundo real, o Estado pode optar também por situações intermédias em que tanto o saldo orçamental como o bem-estar das famílias alvo da sua atenção melhorem face a qualquer valor de um subsídio indireto.

### 9.8.2 Preçários de serviços coletivos

**259. Um corolário importante desta análise microeconómica resulta para os tarifários de serviços coletivos: subsidiar o consumo de certos bens e serviços para redistribuir rendimento não é uma ideia feliz.** É comum nalguns países subsidiar um conjunto de famílias através do preçário de certos bens ou serviços. Para esse conjunto identificado pelo Estado através de determinada característica (por exemplo, consumo mensal inferior a determinado limiar, qualidade de beneficiário de certa prestação social), o preço cobrado pelo operador do bem é inferior ao cobrado aos outros consumidores. A empresa é compensada por estes através do preço mais elevado, pelos contribuintes através de uma indemnização compensatória paga pelo Estado ou por ambos. A justificação para esta tarifa discriminatória é redistributiva: apoiar o primeiro conjunto de famílias, supostamente com menor rendimento do que as demais, a aceder ao consumo destes bens/serviços tipicamente considerados essenciais: eletricidade, saneamento

básico, transporte coletivo. A análise neste estudo também serve para concluir que há uma melhor maneira para redistribuir rendimento a favor destas pessoas. A subsídioção via preçários procede de um conceito paternalista sobre a superioridade do Estado na orientação das escolhas individuais, favorece opções pelos agentes subsidiados que se afastam da eficiência na afetação de recursos (preço igual a custo marginal) e é derrotada ante a existência de subsídios ao rendimento com o mesmo custo e maior melhoria no bem-estar da população que se pretende favorecer.

**260. Em suma, se o Estado quer redistribuir rendimento, então deve usar um instrumento que se limite a redistribuir rendimento.** Este é um lema muito negligenciado na *praxis* política. Usar subsídios indiretos, reduções em impostos indiretos ou preços administrados para transferir poder de compra de uns agentes para outros mexe nos preços relativos, induz efeitos de substituição e gera perdas líquidas de bem-estar para o conjunto da sociedade. *Se queremos redistribuir rendimento, não inventemos: limitemo-nos a redistribuir rendimento e deixemos os preços relativos em paz.* Só argumentos de falha de mercado e não os redistributivos poderão justificar subsídios seletivos nos preços. Por isso, se o objetivo do Estado for dar poder de compra às famílias socialmente mais vulneráveis enquanto a inflação persistir bem acima do objetivo de 2% da política monetária, a medida de política orçamental com menor custo de oportunidade é mesmo dar rendimento às famílias.

### 9.8.3 Tributação de lucros excessivos

**261. Um imposto sobre lucros excessivos foi posto em prática em muitos EM da UE e colhe simpatias noutros países como medida anti-inflacionista.** Os legisladores entenderam que este instrumento deveria ser lançado em sectores cujos bens mais contribuíram ao longo de 2022 para a subida da taxa de inflação total. A energia era o sector mais óbvio deste ponto de vista. Também tem sido defendido como instrumento gerador de receita para financiar medidas de despesa do pacote inflação. Inicialmente pensado para incidir legalmente apenas sobre empresas com poder de mercado significativo (oligopolistas e monopolistas) nas indústrias do crude, do gás, do carvão e da refinação, países houve, como Portugal, que o estenderam também a indústrias com menor concentração da oferta (sector da distribuição, no caso português). Trata-se de um imposto adicional aos que já pudessem existir sobre o rendimento das empresas. O estudo não abordou eventuais litigâncias que possam emergir da aplicação deste imposto novo.

**262. O imposto não altera a quantidade nem o preço de equilíbrio, e gera receita pública.** A solução que maximiza o lucro da empresa monopolista continua a ser descrita pelo par “quantidade e preço de equilíbrio” que caracterizava o mercado antes do novo tributo ser lançado. Tal assim sucede porque a taxa do imposto é uma constante (33% no caso europeu), não depende do volume transacionado, pelo que afeta o custo marginal e a receita marginal do mesmo modo. Não alterando o preço de equilíbrio, esta medida de política é ineficaz para travar a taxa de inflação. Porém, tem capacidade de geração de receita pública. Questão diferente é saber como os estímulos ao reforço do planeamento fiscal e à litigância por causa da retroatividade das normas jurídicas afetarão o nível da receita. Aqueles resultados também se aplicam a mercados com menor grau de concentração da oferta, mas com uma diferença. Quanto mais próximo da concorrência perfeita for a estrutura do mercado, menor será o lucro económico e também o lucro fiscal e, obviamente, a receita fiscal. Tal assim será por a redução de barreiras à entrada aproximar o preço cobrado do custo médio mínimo no longo prazo.

**263. Poder-se-á pensar que a fixação de um preço máximo é uma boa medida para travar o crescimento dos preços,** sobretudo daqueles com subidas mais rápidas e maior peso na despesa das famílias. Afinal, ao limitar o preço de equilíbrio a um limiar inferior àquele para o qual a situação inflacionária do país o projetou, esse bem dá um contributo positivo para a redução da taxa de inflação total. Porém, a medida desencadeia outros efeitos, porventura indesejados por quem defende a sua bondade. Os resultados diferem com o grau de concorrência praticado no mercado intervencionado.

**264. Seja um mercado concorrencial. Os efeitos económicos esperados de uma medida de tabelamento de preços são vários:**

- **Redução do preço de equilíbrio no mercado oficial** (no sentido de mercado cujas regras de transação respeitam a lei). Este resultado acontece, claro, se o preço máximo fixado pelo Estado for inferior ao preço de equilíbrio que preceder a intervenção pública. No novo equilíbrio, o preço será igual ao preço máximo permitido pela lei;
- **Aumento na escassez do produto.** Havia uma escassez inicial que alimentava a inflação. Com a descida no preço máximo permitido, os produtores quererão vender menos e os consumidores comprar mais, agravando a escassez de bem no mercado oficial;
- **Abrem-se incentivos para a criação de um mercado clandestino com preço informal acima do preço tabelado.** Aquela carência maior de produto significa que haverá consumidores dispostos a pagar mais do que o preço máximo legal por cada unidade adicional de bem (incluindo o prémio do risco de serem detetados e sancionados pelas autoridades de fiscalização) e produtores dispostos a vender mais em troca de um preço superior que compense o custo de produção e o risco de sancionamento pelas autoridades;
- **O bem estar-social diminui em termos líquidos.** Há perdas para os produtores (lucro ou excedente dos produtores será menor) e o conjunto da sociedade. Os consumidores poderão ganhar ou perder excedente, mas nunca o eventual ganho excederá a perda conjunta dos outros agentes. É curioso notar que o tabelamento do preço num mercado concorrencial gera a mesma perda líquida de bem-estar social que o lançamento de um imposto ou a existência de um monopólio.
- **A receita pública diminui.** A queda do preço e da quantidade transacionada no mercado oficial reduz a base de incidência para o IVA e outros impostos sobre o consumo. O imposto sobre o lucro (contabilístico) das empresas também desce, em resultado da diminuição no seu excedente;

**265. Seja o caso polar de um mercado monopolista. A fixação de um preço máximo abaixo do preço de equilíbrio vai desencadear os seguintes resultados económicos,** alguns bem diferentes dos obtidos em contexto concorrencial:

- **O preço de equilíbrio baixa para o nível máximo permitido pela lei.** Consegue-se, pois, um contributo positivo para baixar a inflação;
- **A quantidade de equilíbrio aumenta na sequência da medida.** É como se o produtor monopolista, que consegue vender acima do custo marginal, compensasse parcialmente a perda de rentabilidade via preço com um ganho de rentabilidade via quantidade (note-se que está disponível para aumentar o volume enquanto o preço exceder o custo marginal de produção). O instrumento "preço máximo" tem o encanto teórico de poder levar um mercado monopolista a gerar a solução socialmente ótima, a que maximiza o bem-estar social;
- **A medida não incentiva a criação de mercado paralelo ou clandestino.** Tal assim sucede por, em monopólio, quando o produtor e os consumidores se confrontam com o preço máximo, eles convergem na quantidade que desejam vender e comprar, respetivamente;
- **O impacto líquido no bem-estar social é ambíguo.** O lucro da empresa pode aumentar ou diminuir em resultado do tabelamento. Os consumidores têm um ganho claro de bem-estar, mas não se consegue saber se este ganho excede a eventual perda de excedente do produtor;
- **O efeito sobre a receita pública é indeterminado.** Preço e quantidade de equilíbrio variam em sentidos opostos, pelo que tudo pode acontecer à base de incidência da tributação indireta do tipo "ad valorem" sobre o bem com preço tabelado. Um eventual imposto sobre a quantidade transacionada geraria mais receita e reforçaria a probabilidade de um impacto positivo sobre a receita pública, mas mais não se consegue concluir a este nível de abstração.

#### 9.8.4 Fixação de preços máximos

**266. Importa sublinhar que o instrumento "preço máximo" impacta negativamente a médio e longo prazos sobre a eficiência económica no caso de o lucro das empresas diminuir.** A redução é uma possibilidade em estruturas de mercado concentradas. Materializando-se este risco, fica desincentivada a entrada de concorrentes no mercado e o investimento da empresa incumbente em inovação. Esta perda dinâmica de eficiência fará todos os agentes perderem bem-estar líquido no médio e no longo prazos.

**267. O contributo do preço máximo para baixar a inflação é efémero.** Acima se recordou que este instrumento de política consegue fixar o preço de equilíbrio abaixo de determinado limiar, qualquer que seja o nível de concentração existente no mercado intervencionado. Isto é verdade num contexto de estática comparada. Já não se verifica num contexto inflacionário. Neste, persistem, por definição ao longo de um período relativamente longo, choques que agravam os custos de produção (deslocam a curva de oferta para nordeste) ou aumentam o rendimento disponível (deslocam a curva da procura para sudeste). Como é evidente, esta medida de política não atua sobre as causas dos choques. Enquanto elas persistirem, o equilíbrio neste mercado estará continuamente sob pressão. Sendo ele concorrencial, o excesso de procura será cada vez maior e o mercado paralelo acabará por votar o mercado oficial à insignificância, pelo que o efeito de contenção da inflação terá sido apenas fugaz. Num mercado com elevada concentração do lado da oferta, a persistência das causas da inflação acabará por levar ao encerramento do mercado legal quando a empresa não conseguir mais cobrir o custo médio com o preço máximo.

**268. A fixação de um preço máximo para bens que estejam ser vítimas de choques inflacionistas trava a resposta imunitária da economia à própria inflação.** Como se recordou várias páginas acima, a resposta natural da economia advém da capacidade que os agentes económicos tiverem para ajustar o seu comportamento nos mercados de bens e serviços em reação ao encarecimento de fatores e produtos. Tabela preços inibe a autocorreção. O ganho é ilusório e de curta duração. Os efeitos adversos são pesados. A inflação prolongar-se-á no tempo e com ela os malefícios indispensáveis da subida das taxas de juro.

#### 9.8.5 Remuneração do trabalho e teletrabalho na função pública

**269. Há pressões legítimas sobre o Estado, enquanto empregador, para compensar os seus trabalhadores pela perda de poder de compra causada pela inflação.** As exigências salariais a que se assiste em vários sectores têm na inflação um catalisador, mas devem ser estudadas e respondidas dentro de um quadro analítico mais vasto. A inflação é um imposto caro para quem o paga, mas será conjuntural e importa não confundir a conjuntura com a estrutura. Só por si, uma atualização uniforme das tabelas salariais mais ou menos de acordo com um indicador de inflação minoraria aquela carga fiscal, mas correria o risco de fazer esquecer um problema muito mais sério que prejudica, não apenas os trabalhadores do sector público, mas toda a sociedade. Uma visão holística permite ainda abarcar outros desafios coletivos que o País teima em não resolver.

**270. Existe um problema estrutural e muito sério na gestão de recursos humanos nas Administrações Públicas.** Estas estão a perder competitividade no mercado de trabalho há, pelo menos, duas décadas, nos segmentos com formação superior. São evidentes as dificuldades de captação e retenção de recursos humanos diferenciados em quase todas as áreas produtivas e evidentes são também os sinais de degradação na qualidade dos serviços prestados aos cidadãos e às empresas. A noção de que o salário é o preço de um recurso produtivo escasso parece estranha na função pública ao fim de tantos anos de gestão das tabelas remuneratórias como instrumento de consolidação orçamental e redistribuição do rendimento entre trabalhadores do sector público. Numa perspetiva de longo prazo, as progressões remuneratórias são muito lentas e baixas em comparação com a concorrência do sector privado e do estrangeiro. Não há suficiente diferenciação salarial em função do capital humano acumulado e da produtividade observada. O Estado tem cada vez mais dificuldade em convencer os jovens sobre a atratividade das carreiras que lhes consegue, na realidade, oferecer. Quem gere recursos humanos nas AP ao mais alto nível tem de se preocupar com esta questão e em soluções concretas para captar e reter os melhores. Não é só de promessas pecuniárias atraentes e credíveis numa perspetiva de carreira que a competitividade do sector público poderá ser restaurada; cada vez mais, os trabalhadores prezam outros valores, como flexibilidade na gestão do tempo, qualidade dos ambientes de trabalho e reconhecimento do mérito. Não foi finalidade deste estudo discutir em profundidade e com propostas de solução este obstáculo estrutural ao desenvolvimento. É identificado apenas porque se cruza com o tema da inflação e por haver ainda pouca disponibilidade na sociedade e entre os decisores políticos para o superar.

**271. A indexação generalizada de preços, mormente dos fatores produtivos, à taxa de inflação é um regime traiçoeiro do ponto de vista macroeconómico.** Anestesia os agentes económicos a ponto de não darem o seu contributo para combater a inflação através da mudança de comportamento nos mercados em que atuam. A indexação generalizada contraria o papel da política monetária e desencadeia o risco, muito plausível, de o fenómeno inflacionista se tornar incontroável, com o prolongamento acentuado dos malefícios para todos que foram identificados no Capítulo 4. Este é um argumento forte para contrariar a eventual atualização transversal de todos os salários das AP à taxa de inflação observada, à taxa de inflação esperada ou a ambas nesta conjuntura.

**272. Neste enquadramento, há certamente algo que o poder político pode fazer com impacto visível no bolso dos trabalhadores do sector público e praticamente sem impacto financeiro para as AP: promoção do teletrabalho.** A pandemia foi um laboratório extraordinário que desafiou o modelo tradicional de organização do trabalho. Provou ser possível manter e até reforçar a produtividade das equipas que não exigem contacto face-a-face quotidiano para desenvolver as suas tarefas, com vantagens para as organizações, os trabalhadores e as suas famílias. Hoje em dia, muitas empresas já mudaram para modelos híbridos com forte peso do trabalho remoto, inovando nos processos de avaliação do desempenho, cada vez mais centrados nos resultados e menos no controlo da assiduidade. Como é evidente, a redução no número de deslocações casa-trabalho impacta positivamente no rendimento disponível dos trabalhadores e deve ser mesmo considerado como um sucedâneo eficaz de subsídios ou aumentos de salário nominal para compensar a erosão de poder de compra causada pela inflação. O desafio que aqui se lança ao poder político português é aproveitar o momento para autorizar e, mesmo, encorajar as chefias dos serviços e das empresas públicas a implantarem a curto prazo modelos híbridos com presença dominante da componente remota. Por que não regimes com 60% a 80% do trabalho prestado fora das instalações dos empregadores? Os regimes deverão ser flexíveis e confiar no princípio da subsidiariedade: diversos entre organizações e entre unidades orgânicas de uma mesma organização, responsabilizando as chefias mais próximas de cada trabalhador e este pela entrega de resultados no regime que entre eles for combinado, e prevendo a possibilidade de revisão em face da avaliação dos resultados.

**273. Esta medida de política, se aplicada com credibilidade a longo prazo, irá estimular vetores muito importantes para o desenvolvimento económico e social de Portugal.** São diversas as externalidades positivas para a qualidade de vida dos residentes que a adoção de regimes flexíveis de trabalho com predominância da componente remota desencadeará. Poderá também levar a uma reestruturação dos sectores intensivos em contacto social que, em termos agregados, não será necessariamente negativa. Em síntese, a Secção 7.6 desenvolveu os seguintes argumentos:

- **A conciliação da vida profissional com a vida privada e as responsabilidades familiares é uma área crítica para a felicidade, em geral, das pessoas e a promoção da muito necessária natalidade.** O espaço mediático está repleto de gravações com declarações laudatórias dos decisores políticos sobre a necessidade de o país promover a compatibilidade entre aqueles valores. Porém, na prática, os resultados alcançados são inversamente proporcionais à intensidade desses discursos escutados desde há mais de 20 anos. Imagine-se um indivíduo que gasta uma hora e meia por dia em comutação (média de 45 minutos em cada sentido). É um padrão frequente nas áreas metropolitanas. Ao fim de cinco dias úteis nas instalações do empregador, desperdiçou 7,5 horas, o equivalente a um sexto dia de trabalho na semana. A poupança pecuniária nos custos de comutação permitida por um regime misto com peso expressivo do teletrabalho transfere-se para um padrão de consumo e poupança mais conforme com a utilidade de cada um. Por isso, não há inquérito que não demonstre a satisfação de maiorias largas dos inquiridos com o facto de terem podido trocar um horário rígido com custos de comutação significativos por horários flexíveis em que o tempo de comutação pôde ser usado em benefício da família e do próprio, a par, em muitos casos também, de mais tempo dado aos empregadores;
- **A estabilização de modelos com predominância do trabalho remoto levará a ajustamentos nalguns ramos intensivos em contactos presenciais.** Trata-se de restauração, ginásios e outros que vendem serviços em dias úteis. Não é líquido que os estabelecimentos próximos de postos de trabalho públicos com expressão significativa venham a perder rentabilidade e emprego no curto e no médio prazos: estes locais, maioritariamente situados em zonas muito específicas das cidades (sobretudo, Lisboa), são também conhecidos pela atratividade turística, o que lhes garantirá uma bacia de procura mais afluente para compensar a perda de consumidores que

trabalhem para as AP. Junto às residências dos trabalhadores, estes ramos poderão ganhar novos consumidores;

- **Os benefícios na saúde pública não serão negligenciáveis.** O teletrabalho a tempo parcial, ainda que predominante, diminui o “stress” para quem vive e trabalha nas áreas metropolitanas de Lisboa e Porto. Melhor saúde alavanca a felicidade pessoal e diminui os gastos públicos e privados com a doença;
- **A redução significativa nas emissões de gases com efeito de estufa serão uma ajuda importante para as mui necessárias mitigação das e adaptação às alterações climáticas.** Com menos pessoas a viajar nas áreas metropolitanas, sobretudo em horas de ponta, haverá uma redução da pegada carbónica e uma diminuição no défice da balança energética do país face ao resto do mundo;
- **Mais teletrabalho será também um estímulo muito poderoso para a transição digital, outro magno objetivo das políticas públicas nacionais e internacionais.** O estímulo actuará sobre os empregadores e os próprios trabalhadores. Soluções facilitadoras do trabalho em rede serão uma oportunidade para empresas tecnológicas nacionais escalarem a sua atividade e o emprego diferenciado;
- **Finalmente, há a considerar o impacto favorável a longo prazo na geografia económica e no problema da habitação.** O debate em Portugal sobre assimetrias territoriais tem sido como a discussão sobre a conciliação entre a vida profissional e a vida pessoal: muito floreado, mas inconsequente em matéria de soluções. Adotando as AP uma política credível a prazo de organização do trabalho com forte componente remota, haverá uma emulação dos movimentos de desconcentração populacional entre sectores público e privado. Mais rendimento e mais população em idade de trabalhar fora das grandes cidades serão o catalisador natural, quiçá o melhor que a sociedade conseguiu inventar até hoje, para o desenvolvimento económico de largas franjas desfavorecidas do território nacional. Tudo isto sem subsídios públicos significativos, tudo graças, sobretudo, à estimulação eficaz da iniciativa dos agentes económicos. O próprio défice crónico de habitação em Portugal poderá ser impactado muito favoravelmente com a adoção resoluta e credível do teletrabalho nos sectores em que tal seja possível.

## 9.9 Observação final

**274. A inflação, justificando preocupação e medidas de política, há de resolver-se e não é o principal problema da economia portuguesa.** No período recente, a taxa de inflação medida pelo IPC nos EUA ultrapassou 2% em variações médias homólogas no mês de março de 2021 (com 2,6%) e fechou fevereiro de 2023 a 6,0%, com subida de 0,4 p.p. neste mês. A inflação homóloga medida pelo IHPC está acima de 2% desde maio de 2021 na Área do Euro e, desde novembro de 2021 em Portugal (atingiu então 2,6%). Medida em média móvel anual de 12 meses, a variação do IHPC supera 2% desde novembro de 2021 na Área do Euro (2,2%) e desde março de 2022 em Portugal (com 2,0%). O IHPC fechou fevereiro de 2023 com uma variação homóloga de 8,5% na Área do Euro e 8,6% em Portugal (-0,1 p.p. de janeiro para fevereiro no primeiro caso e 0,0 p.p. no segundo). As taxas de inflação subjacente ainda não pararam de subir nestas três geografias. À medida que as taxas de inflação começarem a incorporar no denominador os níveis de preços de há doze meses, receberão um contributo positivo por este efeito de base, embora os níveis absolutos de preços continuem a subir. As projeções conhecidas levam a crer que o objetivo dos bancos centrais continuará inatingível até, pelo menos, final de 2024. São inegáveis os sacrifícios que todas as pessoas estão a passar, sobretudo as que vivem com rendimentos mais baixos. No entanto, é praticamente certo que, com mais ou menos medidas de política, mas sobretudo com a resposta imunitária em cada mercado, a inflação deixará de ser um problema dentro de dois ou três anos.

**275. Vencer a batalha da inflação não significa trazer os preços para os níveis absolutos que tinham, por exemplo, no final de 2021.** Haverá sempre bens cujos preços absolutos baixarão e até poderão ficar algum tempo abaixo do nível médio registado em 2021. A energia e os bens alimentares não processados têm os preços historicamente mais voláteis e é provável que alguns deles regressem a patamares pré-inflação. Mas é bom haver a consciência que tais situações serão a exceção e não a regra. Os

preços mais altos vieram para ficar, esta será a regra. Quando as taxas de inflação voltarem a estar abaixo dos objetivos de médio prazo dos bancos centrais, sobrarão um empobrecimento significativo de quase toda a população. Os rendimentos fixos, sobretudo os do trabalho, não terão acompanhado a erosão monetária. As medidas mitigadoras que os governos estão a lançar terão sido isso mesmo, mera medicação paliativa para os cidadãos economicamente mais frágeis. E que fazer nessa altura? Converter os apoios temporários em caridade oficial permanente? E como reagirão os demais cidadãos à brutal erosão criada pelo imposto inflação? É, pois, importante a sociedade portuguesa e a comunidade política não perderem a noção do tempo e da escala de prioridades. Sem crescimento económico sustentado, não haverá esperança credível para a sociedade.

**276. Os bloqueios estruturais ao desenvolvimento económico persistem sem respostas decididas.** Por penoso que seja o caminho até a inflação regressar sustentadamente a níveis próximos de 2%, as pessoas não podem esquecer que os bloqueios estruturais ao crescimento e à melhoria sustentada do bem-estar para todos não desapareceram. O desafio demográfico persiste em trazer para baixo o produto potencial a longo prazo, o défice de competitividade continua a puxar para baixo o PIB *per capita* face à média da UE, o capital humano não encontra reconhecimento material no País, enfrentando baixos salários e perspectivas de carreira lentas e sobrecarregadas com progressividade fiscal. Portanto, as medidas de política pública nacionais para mitigar a erosão no poder de compra causada pelo imposto inflação não podem ser o “alfa e o ómega” da política orçamental nem da política económica em geral. Governo e partidos políticos têm de conseguir ver para além das preocupações de curto prazo e agir em conformidade. A sociedade civil tem de exercer uma pressão construtiva e persistente para trazer a perspetiva de médio e longo prazos para o centro das decisões coletivas.

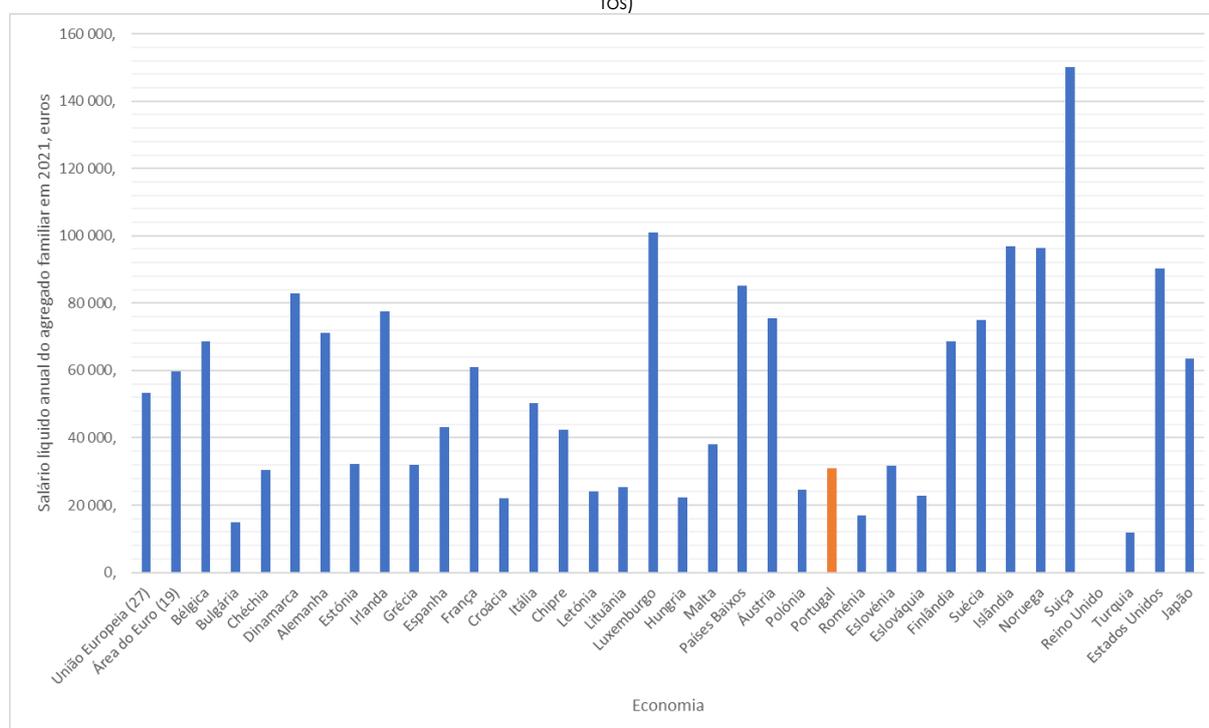


## Anexo A: Comparação ilustrativa de perdas de poder de compra causadas por inflação ou por recessão

**277. Este anexo visa convencer o leitor de que, em geral, as perdas de poder de compra do rendimento causadas por inflação são mais penosas do que as causadas por recessão.** Para o efeito, recorre a um exemplo numérico e a dados reais deste século. Como subproduto, oferece informação comparável entre Portugal e a Área do Euro sobre salários líquidos, PIB real e inflação. Considere-se então o seguinte agregado familiar: casal com dois filhos dependentes sem rendimentos, em que cada membro do casal ganha o salário bruto médio do país. Em 2021, esta família teria tido um salário líquido (anual) de 30 857 € se vivesse e trabalhasse em Portugal e 59 728 € se vivesse e trabalhasse na média da Área do Euro. Os números vêm de um banco de dados do Eurostat que permitiu construir o Gráfico 27.

**Gráfico 27 – Salário líquido no ano de 2021, UE e alguns países terceiros**

(euros, agregado com dois adultos, ambos ganhando o salário médio nacional, e dois filhos dependentes sem rendimentos)



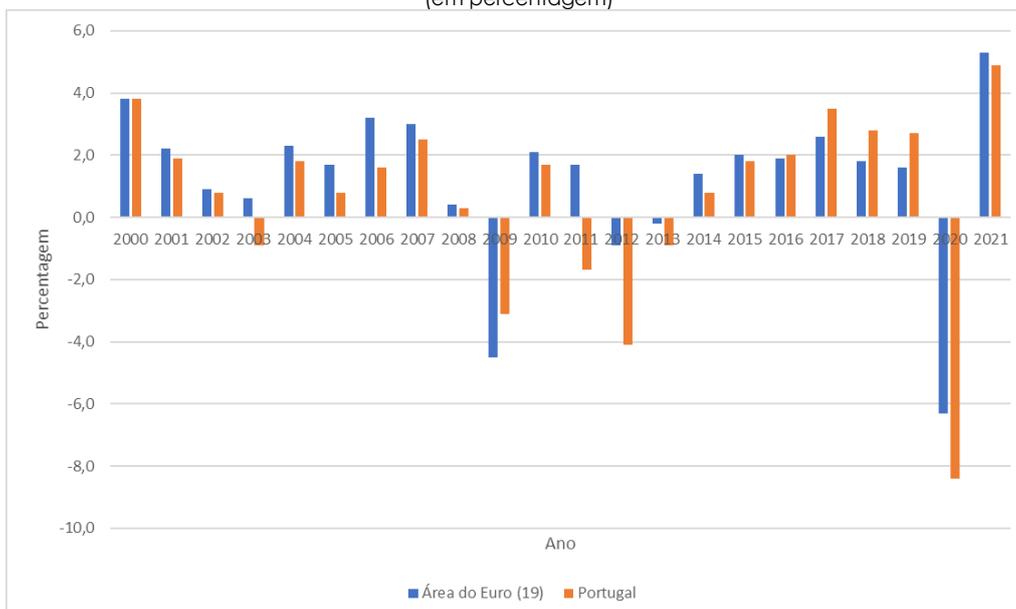
Fontes: Eurostat (2022), banco de dados "Annual net earnings [EARN\_NT\_NET\_custom\_3174829]", extração e tratamento pela UTAO em 08/08/2022. | Notas: (i) A altura das colunas mostra o salário líquido de uma família com dois dependentes juvenis e dois trabalhadores adultos, cada um ganhando 100% do ganho médio. (ii) Ao salário bruto foram descontados o imposto sobre o rendimento pessoal e a contribuição dos trabalhadores para o regime de previdência social.

**278. Uma inflação de 8% sem aumento nominal nos salários retira 2469 euros ao poder de compra da família portuguesa.** Imagine-se que, ao longo de 2022, não há variação nos salários nominais nem nos impostos e contribuições sociais. Porém, surge inflação, que se fixa em 8,0% na média anual. Então, os 30 857 € de salário líquido nominal apenas conseguem comprar 28 388 € de bens e serviços em 2022, menos 2 469 € do que no ano anterior. A família portuguesa perdeu 8% no poder de compra dos seus rendimentos. A família europeia perdeu poder de compra na mesma percentagem, mas num valor absoluto superior. Note-se que 8% de inflação anual não é um número implausível face ao que já se conhece sobre as taxas mensais de variação homóloga anual do IHPC, embora possa ser considerada uma percentagem próxima do limite superior de um intervalo de previsão realista.

**279. Agora olhe-se para a evolução histórica do salário líquido da família ilustrativa e preste-se atenção particular ao que sucedeu nos anos da grande recessão.** Em Portugal, o PIB real caiu 3,1% em 2009, subiu 1,7% em 2010 e voltou a cair 1,7% em 2011, 4,1% em 2012 e 0,9% em 2013, conforme recorda o Gráfico 28. Até ao final da década, teve sempre crescimentos positivos. A perda acumulada no volume de produção (despesa e rendimento interno) ascendeu a 7,94% nos cinco anos que decorreram entre 2008 e 2013, aproximadamente a mesma percentagem de queda nos salários líquidos provocada por um

único ano de inflação a 8%. Voltando aos dados no Gráfico 28, observa-se que quatro anos seguintes de variação positiva permitiram a Portugal recuperar em 2017 o PIB real que tinha em 2008.

**Gráfico 28 – Taxas de crescimento do PIB real na área do Euro e em Portugal, 2000–2021**  
(em percentagem)



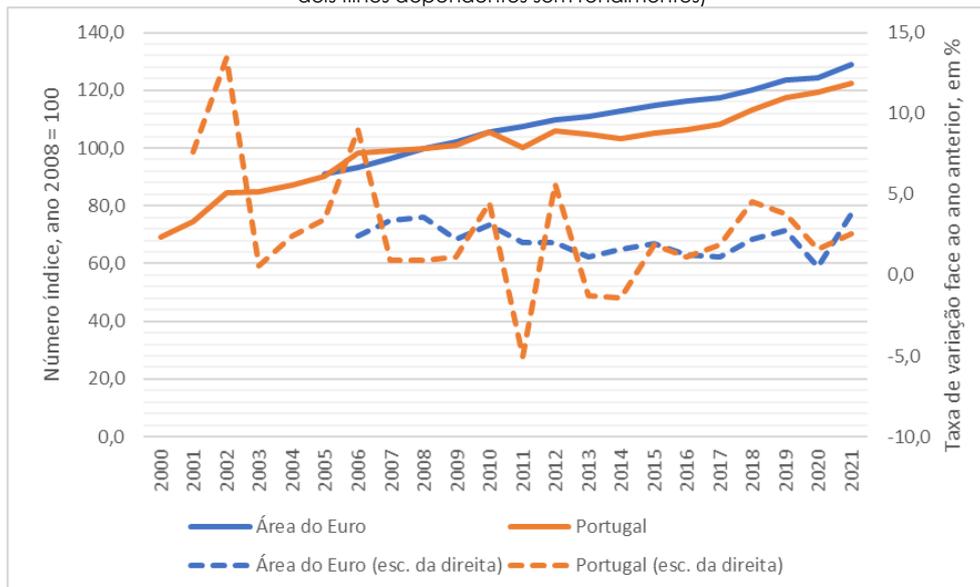
Fontes: Eurostat (2022), banco de dados "[GDP and main components \(output, expenditure and income\) \[NAMA\\_10\\_GDP\\_cus-tom\\_3178106\]](#)", extração e tratamento pela UTAO em, 09/08/2022. | Notas: taxa de variação face ao ano anterior do PIB em volume.

**280. E o que é que se passou com o poder de compra dos salários líquidos da família usada na ilustração acima?** O Gráfico 29 mostra o que sucedeu. Começou por cair em 2011. A descida foi de 5,0%. No ano seguinte, a perda de salário líquido foi recuperada, com o crescimento de 5,6%. Voltou a cair nos dois anos seguintes, mas apenas 1,3% e 1,4%, perdas de poder aquisitivo ultrapassadas menos de dois anos depois, antes do fecho de 2016. Claro, esta situação relativamente benigna é a de uma família da classe média que nunca chegou a perder o emprego.<sup>84</sup> A inflação, medida pela taxa de variação anual do IHPC, manteve-se baixa (Tabela 3). Atingiu 3,6% em 2011, agravando a erosão no poder de compra causada pela queda no salário líquido nominal. Mas os anos seguintes foram de enorme estabilidade nos preços.

<sup>84</sup> As regras de atribuição do subsídio de desemprego em Portugal penalizam muito mais o rendimento líquido dos desempregados que descontavam acima do salário médio do que o dos desempregados que antes descontavam até ao valor do salário médio.

**Gráfico 29 – Evolução do salário líquido em Portugal e na Área do Euro, 2000–2021**

(em número índice e taxa de variação anual; agregado com dois adultos, ambos ganhando o salário médio nacional, e dois filhos dependentes sem rendimentos)



Fontes: Eurostat (2022), banco de dados "Annual net earnings [EARN\_NT\_NET\_custom\_3174829]", extração e tratamento pela UTAO em 08/08/2022. | Notas: (i) o gráfico retrata a progressão do salário líquido de uma família com dois dependentes juvenis e dois trabalhadores adultos, cada um ganhando 100% do ganho médio. (ii) Ao salário bruto foram descontados o imposto sobre o rendimento e a contribuição dos trabalhadores para o regime de previdência social.

**Tabela 3 – Taxa de inflação na Área do Euro e em Portugal, 2000–2021**  
(médias anuais do IHPC, em percentagem)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Área do Euro (19)	2,2	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,2	3,3	0,3	1,6	2,7	2,5	1,3	0,4	0,2	0,2	1,5	1,8	1,2	0,3	2,6
Portugal	2,8	4,4	3,7	3,2	2,5	2,1	3	2,4	2,7	-0,9	1,4	3,6	2,8	0,4	-0,2	0,5	0,6	1,6	1,2	0,3	-0,1	0,9

Fontes: Eurostat (2022), banco de dados "[HICP - annual data \(average index and rate of change\) \[PRC.HICP.AIND\\_custom\\_3179899\]](#)", extração e tratamento da UTAO em 09/08/2022. | Notas: a tabela mostra a taxa de variação média do IHPC em cada um dos anos representados. Refere-se ao conjunto de todos os bens considerados no índice.

**281. A experiência histórica mostra que os índices de preços no consumo raramente descem, enquanto que as quedas de rendimento disponível causadas por recessões tendem a ser revertidas pouco anos depois.** A ilustração numérica no presente anexo está conforme com esta evidência. A ilustração serviu para sublinhar a razão que as famílias têm em recear inflação elevada. Desde que não se fique desempregado muito tempo, uma perda de 8% no poder de compra por causa da inflação num ano é pior do que uma perda anual de igual percentagem no rendimento líquido nominal porque, com elevadíssima probabilidade, a primeira é permanente e a segunda é temporária. Mais, o mundo vive em 2022 um período inflacionário com subidas nos preços junto do consumidor muito acima do que costumam ser as reduções salariais em conjunturas recessivas.



## Anexo B: Choques macroeconómicos subjacentes à inflação e resposta da política monetária

### 282. Este anexo é uma justificação mais técnica de matéria apresentada no Capítulo 5 e na Secção 6.3.

No primeiro caso, serve para demonstrar graficamente a transmissão à taxa de inflação e à taxa de crescimento do PIB real dos nove tipos de choque macroeconómico vividos no mundo desde o final do segundo trimestre de 2021. No segundo, demonstra a dúvida angustiante da política monetária entre aterragem suave e aterragem penosa. Finalmente, a terceira secção explica como a falta de sincronismo entre intervenções dos bancos centrais em zonas monetárias diferentes está a provocar choques inflacionistas adicionais fora dos EUA. O texto que se segue é uma versão revista e alargada de parte do artigo Baleiras (2022).<sup>85</sup>

### B.1 Causas da inflação: os choques macroeconómicos

#### 283. Pensar no espaço “taxa de crescimento do produto real observado ( $\hat{Y}$ ) – taxa de inflação ( $\hat{P}$ )” ajuda a estruturar o pensamento.

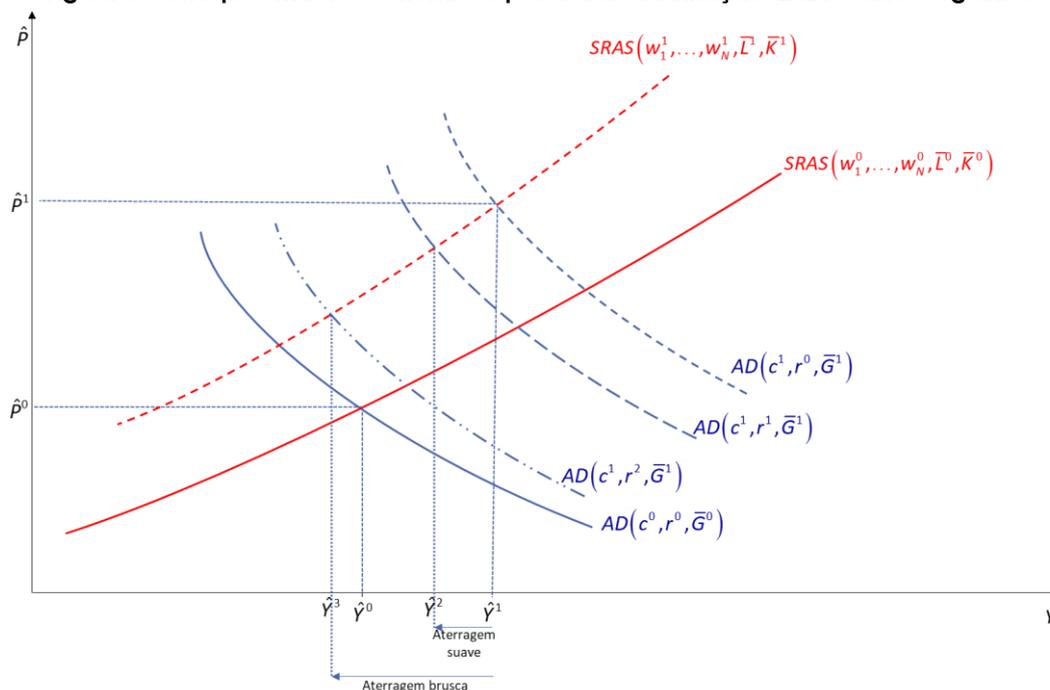
A Figura 6 serve este propósito. O equilíbrio pré-inflacionista é dado pelo ponto  $(\hat{Y}^0, \hat{P}^0)$ , na intersecção das curvas iniciais de procura agregada (AD) e oferta agregada de curto prazo (SRAS). A posição destas curvas depende dos níveis assumidos por variáveis exógenas e parâmetros. No caso da procura, cumpre destacar a propensão marginal ao consumo ( $c$ ), a taxa de juro real ( $r$ ) e o consumo público ( $\bar{G}$ ). A posição da curva de oferta agregada de curto prazo depende dos preços dos fatores de produção  $(w_1, \dots, w_N)$  e das dotações de trabalho ( $\bar{L}$ ) e capital ( $\bar{K}$ ) disponíveis na economia.

#### 284. A escalada nas taxas de inflação é o resultado de choques, mais ou menos simultâneos, na procura agregada e na oferta agregada de curto prazo.

Do lado da procura, estão a acontecer dois choques expansionistas. O primeiro sucede com o consumo privado. A descarga no mercado de bens e serviços finais dos níveis historicamente elevados da poupança acumulada nos dois anos de pandemia, bem como a “ânsia” de fruição de atividades intensivas em contacto social muito reprimidas no passado recente pelas necessidades de saúde pública, estão a levar muitas famílias a desejar consumir mais, para uma dada taxa de inflação, do que nos dois anos anteriores. Isto é particularmente evidente na procura de bens duradouros, viagens aéreas, serviços de hospitalidade e espetáculos de massas. O segundo choque na procura advém do consumo público. Pela primeira vez desde o Plano Marshall iniciado em 1948 (também conhecido como “European Recovery Programme”), assiste-se ao lançamento de planos expansionistas de despesa pública em larga escala e sincronizados no tempo por parte das maiores economias ocidentais. Todas começaram a procurar avultadamente ao mesmo tempo o mesmo tipo de produtos, que exigem sensivelmente o mesmo tipo de recursos; descarbonização, transição digital, modernização de infraestruturas físicas requerem muita construção civil e muita engenharia, colocando enorme pressão sobre os preços de certas matérias-primas e certos produtos intermédios. A combinação destes dois tipos de choque expansionista resulta no deslocamento da curva de procura agregada para cima e para a direita (curva azul com traços pequenos), dadas a subida na propensão marginal a consumir e no consumo público para os níveis  $c^1$  e  $\bar{G}^1$ , respetivamente.

<sup>85</sup> BALEIRAS, Rui Nuno (2022), “Potencialidades e equívocos na utilização da política orçamental para combater a inflação”, *Cadernos de Economia*, ano XXXV, n.º 139, Abril-Junho, pp. 34–42.

Figura 6 – Choques macroeconómicos por detrás da inflação: 2021 e anos seguintes



**285. Do lado da oferta, experienciam-se vagas sucessivas de choques contraccionistas, que deslocam a curva SRAS para cima e para a esquerda.** Importa atender à natureza de cada um destes choques. Chama-se à colação, em primeiro, lugar, o choque da descarbonização, por ter sido o primeiro a suceder, ainda antes de 2021, e por ser aquele que, a par do recuo na população ativa, mais tempo levará a desaparecer. É uma mudança estrutural a nível global. Sob o impulso da União Europeia, quase todos os Estados do mundo desenvolvido comprometeram-se em meados da década passada com metas arrojadas e calendarizadas de migração das fontes fósseis para fontes renováveis de energia primária. As promessas foram levadas a sério pela indústria das energias fósseis, a ponto de desinvestirem na abertura de novas jazidas e na manutenção de instalações e equipamentos (daí, uma redução na dotação de capital físico,  $\bar{k}$ ). A retoma fortíssima da procura global desde meados de 2021 apanhou essa indústria desprevenida e sem capacidade para suprir as novas necessidades de energia primária com fontes renováveis. O desinvestimento anterior nas energias libertadoras de gases com efeito de estufa comprometeu a resposta ao aumento da procura largamente inesperado pelo seu vigor. Logo, os preços do petróleo, do gás natural e até do carvão dispararam desde então (subidas nalgumas variáveis pré-determinadas  $w^i, i=1, \dots, N$ , da função oferta agregada de curto prazo). A pandemia, com as inevitáveis medidas de distanciamento social, trouxe um segundo choque, que ainda hoje apresenta réplicas. O combate aos contágios encerrou à escala mundial, por vários meses, a maioria das unidades produtivas industriais. Algumas “morreram” e o mercado leva tempo a gerar substitutas (efeito captado pela variável  $\bar{k}$ , sob a forma de uma redução). Os progressos epidemiológicos têm recuos e ainda hoje há inúmeras fábricas encerradas no Sudeste Asiático. Estes encerramentos traduzem-se na rutura de stocks das produções de bens finais industriais que funcionam com fornecimentos em cadeia e a longa distância baseados na filosofia *just in time*. O aumento súbito e substancial na procura destes bens finais (fruto dos choques expansionistas acima discutidos) está a pressionar toda a cadeia logística, até às matérias-primas, daqui resultando também subidas em inúmeros outros preços de fatores de produção. O terceiro tipo de choque contraccionista ocorre no sector dos transportes a média e a longa distâncias. À escassez de motoristas e aos custos de contexto associados à implementação do *Brexit* que os Europeus conhecem, vêm-se somando problemas de maior dimensão, traduzidos no estrangulamento dos portos em ambos os lados do Oceano Pacífico e em aeroportos por força das dificuldades dos operadores em substituírem em tempo oportuno a mão-de-obra que dispensaram durante a pandemia. O quarto tipo de choque do lado da oferta tem epicentro na produção de bens agrícolas. Esta tem vindo a sofrer reduções em virtude de acidentes climáticos, dificuldades de escoamento e falta de fertilizantes, o que se traduz em quebras de produtividade e consequentes contributos para o deslocamento contraccionista da curva de oferta agregada de curto prazo. O quinto tipo de choque da mesma natureza está a ter origem no mercado de trabalho e a manifestar-se na curva SRAS através de redução na dotação

de trabalho, de  $\bar{L}^0$  para  $\bar{L}^1$ . Esta está a cair por força de dois vetores convergentes: população em idade de trabalhar e taxa de participação. A primeira estava em queda em muitas economias desenvolvidas já antes da pandemia (Portugal era e permanece um exemplo preocupante) e acentuou-se depois, com muitos emigrantes a partir e os controlos sanitários a dificultarem novas correntes migratórias. De entre a população residente em idade de trabalhar, está também em queda o número de indivíduos que trabalha ou se esforça para arranjar emprego (taxa de participação a diminuir); várias razões poderão explicar este fenómeno, sociológicas e político-económicas (ver algum desenvolvimento no par. 80). O sexto tipo de perturbação inflacionista com origem na oferta é o aumento na frequência e na gravidade dos desastres naturais, aumento esse que resulta do acréscimo na frequência e na intensidade dos eventos climáticos extremos. As inundações, as secas, os ciclones, os tornados e os incêndios florestais destroem matéria-prima e capital em muitos setores, não só os impactados diretamente por esses desastres naturais, mas também os sectores que estão a montante e a jusante dos mesmos nas cadeias de abastecimento — por isso, também este tipo de choque faz subir componentes do vetor de preços e descer componentes do vetor de dotações de capital na função oferta agregada representada na Figura 6. Finalmente, há um sétimo tipo de choque contraccionista no terreno desde fevereiro de 2022: a expectativa de conflito na Ucrânia, até dia 24 de fevereiro de 2022, e a concretização da invasão militar russa a partir desta data. Ambas as situações reforçaram vários dos anteriores tipos de choque: subida nos preços das matérias-primas para a produção de combustíveis, subida nos preços dos cereais e, conseqüentemente, nos preços de fatores para toda a cadeia alimentar, perturbações nas cadeias logísticas internacionais com encarecimento de fretes e seguros, etc.. Em resultado de todos estes choques, a curva de oferta agregada de curto prazo tem vindo a deslocar-se sucessivamente para noroeste, sendo a posição desenhada a tracejado vermelho uma possível ilustração da situação atual.

**286. Os leitores treinados nesta caixa de instrumentos analíticos notarão a ausência de curvas de oferta agregada de longo prazo.** A omissão é deliberada por razões pedagógicas. Não se quis complicar o quadro de referência para análise dos dilemas que se colocam à política económica no curto prazo com a complexidade técnica da modelização dos ajustamentos da economia em direção aos equilíbrios de longo prazo. As opções essenciais são captáveis com os instrumentos de análise mais ou menos estática ou de curto prazo presentes na Figura 6. Bastará acrescentar as seguintes ideias. Primeira, qualquer curva de oferta de longo prazo é vertical na medida em que o volume de produção é, no longo prazo, determinado exclusivamente pelas dotações de recursos produtivos  $(\bar{L}, \bar{K})$ , ou seja, é insensível à taxa de variação do nível geral de preços dos bens e serviços finais. O nível de PIB correspondente à posição da reta vertical é o produto potencial da economia. É independente do ritmo de utilização dos recursos trabalho e capital disponíveis, apenas depende das dotações disponíveis. Segunda ideia, o produto potencial tem um papel de íman na economia: tem o poder de atrair, ao longo do tempo, a economia para uma posição de equilíbrio caracterizada pela intersecção entre curvas de procura, oferta de curto prazo e oferta de longo prazo. Terceira e última ideia, os choques acima analisados que se caracterizam por alterações no stock de recursos disponíveis para produção alteram a posição da curva de oferta de longo prazo. Assim, um choque que tenha diminuído a dotação de trabalho ou a de capital deslocou para a esquerda a curva de oferta de longo prazo, desencadeando uma dinâmica de ajustamento em direção a uma menor taxa de crescimento real no longo prazo. Retome-se, na secção seguinte, o equilíbrio de curto prazo explicado no par. 285.

## B.2 Respostas da política monetária e a grande dúvida

**287. A preservação da estabilidade de preços é o grande objetivo comum aos bancos centrais de praticamente todo o mundo.** Dada a orientação da política monetária nos principais blocos regionais prevalecente até meados de 2021, a combinação dos choques macroeconómicos acima analisada conduziu as economias ao equilíbrio de curto prazo  $(\hat{Y}^1, \hat{P}^1)$  com, sensivelmente, o mesmo nível de taxas de juro nominal. A evidência macroeconómica generalizada no mundo desenvolvido aponta para inflação a níveis historicamente elevados, com expectativas a um e dois anos acima de 2%, mas para taxas de crescimento real positivas e acima dos níveis pré-pandémicos. E como será a evolução do PIB nos próximos dois anos? Pondo de parte a dúvida sobre qual será o novo equilíbrio de longo prazo e o

ajustamento até ele, por haver ainda demasiada "areia" no ar, é oportuno introduzir agora a dimensão dos mercados financeiros e da política monetária. A posição cíclica da economia norte-americana estava no final de 2021 cerca de dois trimestres à frente da enfrentada pela Área do Euro. O mercado de trabalho estava mais aquecido lá do que na Europa, já desde o terceiro trimestre de 2021, dando à Reserva Federal motivos de preocupação quanto à possibilidade de os salários estarem a incorporar expectativas crescentes de inflação. Não surpreendeu, por isso, que esta tenha sido pioneira na passagem de informação ao mercado sobre inversão da orientação da política monetária e, por isso, as taxas de juro de referência nos mercados norte-americanos começaram a subir ainda em 2021. Isto incentivou migração de capital da Europa para as bolsas norte-americanas e depreciação relativa do Euro. Seria uma questão de tempo até o Banco Central Europeu (BCE) reagir. O mercado incorporou logo no primeiro semestre de 2022 a expectativa de subidas nas taxas diretoras, o suficiente para que as taxas de juro nominais subissem logo nesse semestre. De julho até meados de setembro, o BCE iniciou a subida nas taxas diretoras e tomou outras medidas para reforçar a subida nas taxas nominais no mercado. Para uma dada expectativa de inflação, isso significa subida nas taxas de juro reais esperadas ( $r$ ). Elas estão a subir agora nos dois lados do Atlântico. Deve-se, pois, esperar a reação habitual dos agentes económicos perante a orientação contraccionista da política monetária: redução do consumo privado de bens duradouros, redução da despesa de investimento e redução no consumo público (nos países com finanças públicas mais expostas ao risco de taxa de juro, como é Portugal).

**288. A grande dúvida, para a qual ninguém tem resposta precisa neste momento, é saber quão agressiva e durante quanto tempo irá ser a nova postura das autoridades monetárias.** Corresponderá o novo equilíbrio de curto prazo a uma "aterragem suave" do produto e do emprego, como a taxa de crescimento do PIB  $\hat{Y}^2$  sugere? Note-se que é um nível acima do verificado antes dos choques se terem desencadeado e que, grosso modo, corresponde às projeções para 2022 das organizações internacionais realizadas na Primavera de 2021. Ou irão os bancos centrais ser mais agressivos, impelindo as taxas de juro reais no mercado para níveis  $r^2 > r^1$ ? Neste caso, acontecerá uma "aterragem penosa", com taxa de crescimento  $\hat{Y}^3$ . Os bancos centrais terão que fazer uma gestão prudente da liquidez na economia e monitorizar o melhor possível as fontes da inflação. Por exemplo, é de esperar que, com o petróleo a mais de 100 dólares por barril, novos poços entrem em exploração, nomeadamente com origem no xisto, revertendo parcialmente o choque contraccionista associado às fontes fósseis.

**289. Por detrás da enorme inquietação que o fenómeno inflacionista desperta na comunidade económica está a natureza desta inflação.** Conhecê-la precede o pensamento sobre o que as políticas públicas podem fazer para apaziguar a inquietação. Quais são as causas da inflação excessiva que estão a ser vivenciadas? A análise anterior sugere que são, essencialmente, os fatores por detrás dos choques contraccionistas do lado da oferta. O choque expansionista do consumo privado é temporário, pois em breve estará consumida a poupança excessiva acumulada durante a pandemia, e aquele agregado irá baixar em função da subida nas taxas do financiamento bancário. O choque expansionista do consumo público pode ser atenuado e adiado um ou dois anos por decisão política dos dois blocos geoeconómicos ocidentais, assim dispensando uma postura mais agressiva dos bancos centrais. Há choques do lado da oferta que irão permanecer no médio prazo: descarbonização e dotação de trabalho. Os outros tenderão a esfumar-se em poucos trimestres, uma vez resolvida a crise pandémica e a guerra na Ucrânia. Com esta natureza da inflação, a verdade é que as políticas económicas não estão preparadas para a combater. Os instrumentos da política monetária são bem conhecidos e bastante eficazes para debelar inflações excessivas causadas por choques expansionista da procura, pois atuam diretamente sobre as escolhas de despesa das famílias e das empresas. Porém, pouco mais do que nada podem fazer para combater a descarbonização, os encerramentos pandémicos das unidades produtivas, os estrangulamentos nos transportes, a falta de fertilizantes, as reduções na população ativa e na taxa de participação desta, e, naturalmente, a guerra na Ucrânia. É por isso que as doses de subida nas taxas de juro reais poderão ter que ser substanciais para trazerem as expectativas de taxas de inflação a dois anos para níveis próximos de 2%. É este receio que inquieta a sociedade, saber se nos próximos trimestres irá estar mais próximo de  $\hat{Y}^2$  ou  $\hat{Y}^3$ .

### B.3 A apreciação do dólar e mais choques inflacionistas

**290. A depreciação do euro face à moeda norte-americana é um sétimo choque contraccionista para as economias da área do Euro.** O par. 287 referiu que o desalinhamento temporal nas respostas da política monetária entre os EUA e a Área do Euro encareceu o dólar face à divisa europeia. Como as taxas de rentabilidade nominal das aplicações financeiras estão mais elevadas nos EUA, assistiu-se no mercado cambial até novembro de 2022 (e, de novo, desde 1 de fevereiro de 2023), a um aumento na procura de dólares e a um aumento na oferta de euros. Por conseguinte, os mercados destas moedas reequilibram-se através da subida no preço relativo do dólar. O Gráfico 11, p. 45, confirmou esta evolução da taxa de câmbio entre outubro de 2021 e novembro de 2022. Ora bem, a generalidade das matérias-primas e dos bens intermédios falados na Secção B.1 tem os seus preços internacionais formados em dólares. Logo, cada barril de petróleo, cada MWh de gás natural, cada tonelada métrica de cereais está a custar mais em euros por dois canais: os choques macroeconómicos analisados na Secção B.1, que vêm agravando os preços em dólares, e a depreciação do euro, que vem agravando a conversão de dólares em euros.

**291. A depreciação do euro desloca a curva de oferta agregada para nordeste e a curva da procura agregada para noroeste: o combate à inflação complica-se na Área do Euro.** A depreciação do euro torna as matérias-primas e os produtos intermédios usados pelos produtores residentes nos EM do Euro mais caras. Por outras palavras, aumenta os custos de produção na Área do Euro. A curva de oferta agregada que incorpora o preço do dólar mais alto, além dos preços na origem mais elevados para os fatores de produção anteriormente discutidos, situar-se-á, forçosamente, acima da curva vermelha traçada  $SRAS(w_1^1, \dots, w_N^1, \bar{L}, \bar{K}^1)$  representada na Figura 6. Só por si, este choque cambial causa mais inflação e menor crescimento económico. Mas não é o único. Do lado da procura, vão surgir dois choques expansionistas e, portanto, também inflacionistas. Por um lado, a depreciação do euro induz maior procura por bens e serviços importados e, por outro, favorece a procura por bens e serviços exportados. Uma e outra tendências melhoram a balança de bens e serviços da Área do Euro, expandindo a procura agregada. A nova curva de procura agregada, refletindo a depreciação do euro face ao dólar, ficará algures acima e à direita da curva de procura  $AD(c^1, r^1, \bar{G}^1)$  se o banco central mover a taxa de juro real para  $r^1$  ou acima e à direita da curva de procura agregada  $AD(c^1, r^2, \bar{G}^1)$  se o banco central for mais agressivo e conseguir subir a taxa de juro real nos mercados retalhistas para  $r^2$ . As novas curvas de oferta e procura não são mostradas na Figura 6 a fim de não a sobrecarregar e prejudicar a mensagem que se pretende comunicar. Espera-se que o que ficou escrito neste parágrafo seja suficiente para convencer o leitor de que:

- a depreciação do euro face ao dólar causada pelo desalinhamento temporal das políticas monetárias prosseguidas nos dois lados do Oceano Atlântico dificulta a tarefa do BCE para trazer a inflação a médio prazo para níveis próximos de 2%;
- se mantém a dúvida angustiante sobre a extensão dos danos no emprego e nos rendimentos das famílias indispensável para atingir aquele objetivo.



## Anexo C: Prova dos efeitos de um subsídio indireto e da superioridade de um subsídio direto ao rendimento relativamente a um subsídio indireto no mesmo montante

### 292. Este anexo visa demonstrar três argumentos microeconómicos cuja intuição foi exposta na Secção

**7.4.** São eles: i) o benefício de um subsídio indireto reparte-se entre consumidores e vendedores e gera uma perda líquida para a sociedade; ii) um subsídio direto ao rendimento deixa a família beneficiária pelo menos tão bem quanto um subsídio indireto de igual montante; iii) com um subsídio direto, a despesa pública suficiente para repor o nível de satisfação familiar que havia antes da subida de um preço relativo é menor do que a suficiente para fazer a mesma reposição com um subsídio indireto. Recordase que por subsídio direto se entende um subsídio que é entregue de modo incondicional pelo Estado à família considerada elegível. A família pode aplicar o subsídio como melhor entender: entre consumo presente e consumo futuro (*i.e.*, poupança no momento presente), entre consumo de um bem e consumo de lazer ou entre consumo de um bem e consumo de outros bens. A característica essencial de um subsídio desta natureza é que o instrumento do Estado não distorce os preços relativos que a família enfrenta no mercado; não gera, por isso, efeito de substituição no consumo. Também não gera carga excedente ao ser aplicado, embora a gere se o subsídio for financiado por um imposto distorcivo. Ao invés, um subsídio indireto é uma transferência de rendimento do Estado para a família elegível através do sistema de preços. O subsídio reduz o preço relativo de um bem que a consumidora enfrenta; a transferência só acontece na medida em que a família adquira unidades do bem ao preço subsidiado. Gera carga excedente ao ser aplicado e gera carga excedente se for financiado através de um imposto distorcivo. Na literatura microeconómica especializada, um subsídio direto é mais conhecido através da expressão “transferência *lump-sum*”. Como se disse no final da Secção 7.4, o Estado português tem no terreno subsídios dos dois tipos.

**293. Sem perda de generalidade, os argumentos irão ser demonstrados com instrumentos gráficos de teoria microeconómica de nível intermédio.** O primeiro argumento recorrerá ao equilíbrio no mercado de um bem e os dois seguintes à escolha do consumidor entre dois bens.

### C.1 Análise de bem-estar de um subsídio indireto (primeiro argumento)

**294. Por conveniência expositiva, a demonstração do primeiro argumento será apresentada em duas etapas.** A primeira, o objeto da Subsecção C.1.1, aplica-se à situação empiricamente muito plausível de as procura e oferta do bem terem elasticidades preço finitas e não nulas, Por outras palavras, a curva da procura é negativamente inclinada e a curva da oferta é positivamente inclinada. A elasticidade é um conceito muito comum em economia. Mede, em percentagem do nível inicial das variáveis, a sensibilidade de determinada variável endógena à alteração no nível de uma variável explicativa. No caso da curva da procura do bem  $x$ , a sua elasticidade preço indica a resposta percentual da quantidade procurada à alteração em 1% no preço a pagar por esse bem. A segunda etapa necessária para estabelecer o primeiro argumento enunciado no par. 292 surge na Subsecção C.1.2. Nela, serão apresentados os casos extremos de elasticidade preço infinita e nula da quantidade procurada. Embora inverosímeis, têm a utilidade pedagógica de ajudar a perceber como é que os efeitos do subsídio no bem-estar dos grupos sociais por ele afetados reagem a mudanças na elasticidade preço da quantidade procura. O conhecimento assim explicado é transportável para situações reais com diferentes níveis de elasticidade preço da oferta, embora esta extensão não seja explicitamente abordada no Anexo.

#### C.1.1 Efeitos com elasticidades finitas e não nulas

**295. A Figura 7 vai ajudar a demonstrar o primeiro argumento.** As curvas de oferta e procura do bem (abreviadamente,  $S$  e  $D$ , respetivamente) traduzem o comportamento dos produtores ou vendedores e o comportamento dos consumidores ou famílias, respetivamente, face a cada nível de preço ( $p$ ). Interpretada verticalmente, a curva  $S$  mede o preço de reserva dos produtores: para cada unidade do bem, a ordenada indica o preço mínimo ao qual as empresas estão dispostas a vender essa unidade. O custo

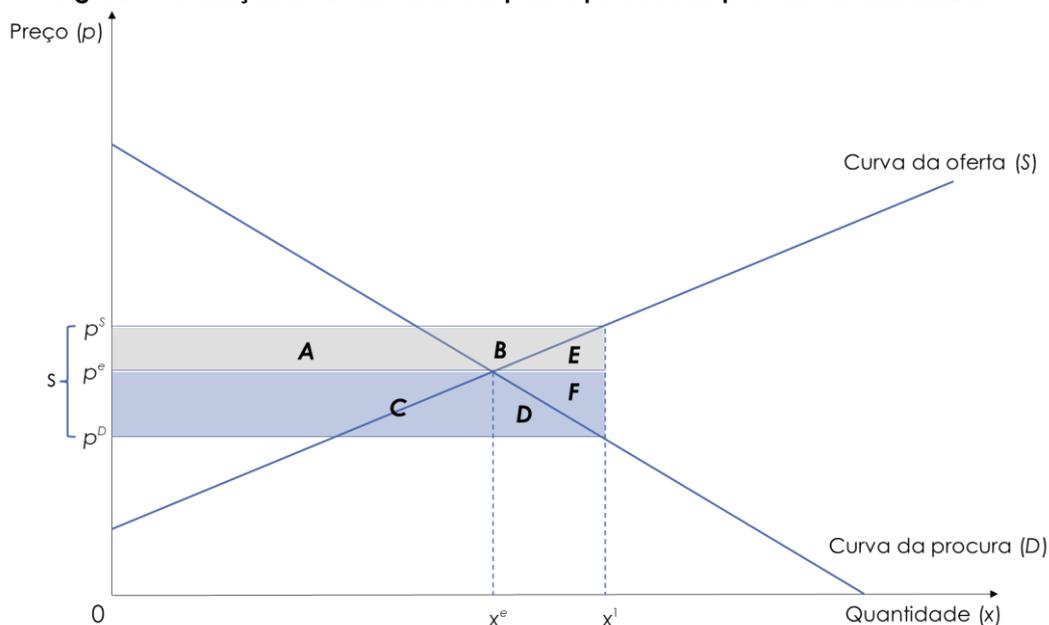
marginal dessa unidade é o comprimento do segmento de reta abaixo da curva da oferta, até ao eixo horizontal. Na interpretação vertical, a curva da procura mostra o preço máximo que as famílias estão dispostas a pagar por cada unidade do bem. O equilíbrio no mercado é atingido quando o preço de reserva dos produtores iguala o preço máximo que as famílias estão dispostas a pagar. Na situação que antecede a intervenção do Estado, o preço de equilíbrio é  $p^e$  e a quantidade de equilíbrio é  $x^e$ . A Figura 7 ajuda a acompanhar o raciocínio. Neste equilíbrio, a receita dos produtores excede o custo de produção. A diferença é o lucro com a quantidade  $x^e$ . Graficamente, corresponde à área acima da linha do preço  $p^e$  e abaixo da curva de oferta, para o intervalo de quantidades entre zero e  $x^e$ . Esta área também é conhecida na linguagem do bem-estar social como “excedente dos produtores”, que será doravante abreviado como *EP*. As famílias também ganham bem-estar com esta transação. Pagam  $p^e$  por cada uma das unidades entre zero e  $x^e$ . Para todas as unidades até  $x^e$ , pagam menos do que o máximo que estão dispostas a pagar, que é a ordenada na curva da procura até à última unidade,  $x^e$ . Tal ganho das famílias designa-se “295” (doravante, *EC*) e é graficamente representado pela área do triângulo delimitado superiormente pela curva da procura e inferiormente pela linha do preço  $p^e$ .

**296. Um subsídio indireto leva o mercado para outro equilíbrio, no qual o preço recebido pelos vendedores é maior do que o preço pago pelos compradores.** Trata-se de um subsídio de  $s$  euros por cada unidade transacionada, a quantidade trocada no novo equilíbrio. A despesa pública com o subsídio é  $S = sx$ .<sup>86</sup> O montante unitário do subsídio,  $s$  euros, introduz uma diferença entre o preço recebido pelos vendedores,  $p^s$ , e o preço pago pelas famílias,  $p^D$ . Tudo se passa como se a curva de oferta se tivesse deslocado paralelamente para baixo no montante  $s$ : essa nova curva não está representada, mas corresponderia ao preço a receber pelos produtores líquido do subsídio. Àqueles preços, as partes acordam na transação de  $x^1$  unidades do bem. Portanto, o subsídio indireto faz aumentar o volume transacionado e baixar o preço junto dos consumidores. Este efeito no preço é o objetivo da política orçamental para mitigar a perda de poder de compra das famílias causada pela inflação.

**297. Mas há outros efeitos da medida de política, e porventura indesejados pelo decisor político.** O primeiro é o benefício atribuído aos produtores. Só uma parte do subsídio unitário vai para as famílias: montante  $p^e - p^D$  por unidade comprada. A parte restante de  $s$ ,  $p^s - p^e$ , vai para as empresas. A repartição de  $s$  € por unidade do bem é apropriada pelas partes em função da inclinação relativa das suas curvas. A diferença no valor absoluto da inclinação das curvas reflete, por sua vez, as diferenças de poder negocial entre produtores e consumidores. Este ponto será desenvolvido no final da secção. O segundo é a destruição líquida de bem-estar social. Este efeito decorre diretamente da natureza distorciva do subsídio indireto (*distorciva* no sentido de alterar o preço e a quantidade de equilíbrio do bem). Proceda-se então à avaliação do impacto no bem-estar social, que é dado pela soma do bem-estar das partes envolvidas na aplicação deste subsídio. Recorre aos conceitos de excedente dos consumidores e excedente dos produtores, que aqui serão esmiuçados na perspetiva geométrica do modo estritamente necessário para compreensão do argumento em apreço nesta secção.

<sup>86</sup> Na expressão aritmética apresentada, o parâmetro  $s$  está expresso em unidades monetárias, o que torna o valor do subsídio proporcional à quantidade transacionada. Na prática, pode existir um outro tipo de subsídio indireto, que é proporcional ao valor da transação. A expressão aritmética seria então  $S = spx$ , com  $s$  expresso em percentagem; o parâmetro seria agora a taxa de subsídio incidente sobre o valor da troca,  $px$ . Um subsídio indireto assim construído é tecnicamente conhecido como subsídio *ad valorem*. A representação gráfica de um subsídio *ad valorem* é ligeiramente diferente da de um subsídio sobre a quantidade transacionada, mas o impacto em termos do novo equilíbrio e da repartição entre as partes de efeitos no bem-estar social é qualitativamente igual. Optou-se, nesta secção, por apresentar a forma de subsídio sobre a quantidade por ser mais simples de explicar.

**Figura 7 – Variação no bem-estar das partes provocada por um subsídio indireto**



**298. A atribuição do subsídio indireto melhora o bem-estar dos consumidores no montante dado pela área da forma geométrica "C+D".** O benefício bruto das famílias por consumirem  $x^e$  unidades deste bem pode ser medido pela área abaixo da curva da procura entre zero unidades e a quantidade  $x^e$ . Isto é assim porque a altura da curva, para uma qualquer unidade, é o preço máximo que os consumidores estão dispostos a pagar. Eles estão dispostos a pagar por uma unidade até ao valor que esgota sua satisfação e esse valor é a ordenada na curva da procura. No equilíbrio inicial, pagavam  $p^e$  por cada unidade entre zero e  $x^e$ , pelo que a despesa realizada para consumir  $x^e$  unidades ( $p^e \times x^e$ ) é representada pelo retângulo delimitado a noroeste pelo preço, a sudoeste pela origem do gráfico, a sudeste por  $x^e$  e a nordeste pelo ponto de intersecção entre as curvas  $D$  e  $S$ . Logo, como o acesso ao consumo de  $x^e$  unidades obriga a as famílias a sacrificarem rendimento para pagar esse consumo, faz sentido dizer que tal fruição gera um benefício líquido e que o mesmo corresponde à diferença entre o referido benefício bruto e a despesa. Em termos geométricos, o benefício líquido dos consumidores no equilíbrio inicial é dado pelo tamanho do triângulo na Figura 7 abaixo da curva da procura e acima da reta do preço  $p^e$ . É a este benefício líquido que os economistas chamam "excedente dos consumidores (EC)"; traduz o bem-estar causado pelo consumo de  $x^e$  unidades ao preço  $p^e$ . Introduza-se agora o subsídio indireto de  $s$  euros por unidade consumida. A descida no preço pago de  $p^e$  para  $p^d$  expande o consumo até  $x^1$  unidades. Esta alteração provoca um aumento no excedente dos consumidores deste bem. Tal melhoria no seu bem-estar é mensurável através da área da forma geométrica "C+D". Portanto,  $\Delta EC = \text{área "C+D"}$ . Recorde-se que a letra grega " $\Delta$ " é universalmente utilizada para exprimir variação na variável que se lhe segue — neste caso, o excedente dos consumidores (EC).

**299. Os vendedores também ganham bem-estar com este subsídio. É medido pela área da figura geométrica "A+B".** A produção da quantidade  $x^e$  tem um custo para as empresas que a vendem e esse custo é representável geometricamente pela área abaixo da curva da oferta entre zero e  $x^e$  unidades. Chama-se a atenção para o facto de a curva da oferta corresponder à soma horizontal das curvas de custo marginal de todos os produtores presentes neste mercado. Portanto,  $S$  é, simultaneamente, a curva da oferta e a curva de custo marginal do mercado. Logo, o custo de produzir a primeira unidade do bem é dado pela altura desta curva correspondente a essa quantidade. Repare-se na Figura 7: esse custo vai subindo com a quantidade oferecida, até chegar a  $p^e$  euros para a unidade  $x^e$ . Portanto, o custo total incorrido pelas empresas para conseguirem vender  $x^e$  unidades é dado pela soma destes sucessivos custos marginais, correspondendo geometricamente à área abaixo da curva da oferta até

tal quantidade.<sup>87</sup> Ora as empresas só estarão disponíveis para oferecer o bem se forem remuneradas. Numa economia de mercado, são-no através da receita que obtiverem dos consumidores (*preço vezes quantidade*). No equilíbrio inicial, a receita auferida é igual à despesa realizada pelas famílias,  $p^e \times x^e$ , o retângulo definido no parágrafo 298. Chega-se, assim, à noção de bem-estar das empresas. Trata-se da diferença entre a receita e o custo totais de oferecer a quantidade  $x^e$  ao preço  $p^e$ . Esta diferença é o lucro económico, também conhecido na gíria microeconómica como “excedente dos produtores (EP)”. Na Figura 7, é representado pela área do triângulo acima da curva da oferta e abaixo da reta do preço  $p^e$ . Qual é então o impacto do subsídio neste excedente? Como o preço a receber sobe para  $p^s$ , as empresas estão dispostas a vender até à unidade  $x^1$ . Já se viu que os consumidores reagem à medida de política aumentando a sua disponibilidade a comprar até à mesma quantidade. Logo, este encontro de vontades aumenta o excedente dos produtores no montante dado pela área da forma geométrica “A+B”:  $\Delta EP = \text{área "A+B"}$ .

**300. Há, porém, uma terceira parte da sociedade afetada pelo subsídio indireto: o conjunto dos cidadãos. Este é representado pelo Estado.** Os produtores e os consumidores do bem  $x$  não são os únicos grupos sociais cujo bem-estar é impactado. A atribuição do subsídio gera despesa pública e a mesma tem, naturalmente, um “custo de oportunidade”.<sup>88</sup> O valor desta despesa ( $s \times x^1$ ) é representado pela totalidade das áreas sombreadas na Figura 7: área “A+B+E+C+D+F”. Trata-se de um custo para os cidadãos em geral que deve ser tomado em conta na avaliação do impacto total no bem-estar da sociedade. A utilização desta verba para subsidiar a provisão do bem  $x$  significa que ela deixa de estar disponível para outra finalidade e de gerar o benefício social decorrente dessa afetação alternativa. Este é o custo de oportunidade do subsídio. A título de exemplo, a quantia  $s \times x^1$  poderia ser antes aplicada na redução de impostos, no reforço do complemento solidário para idosos, num subsídio direto ao mesmo bem ou no financiamento de investimento público. Na realidade, não se consegue saber quanto é que a sociedade ganharia com a aplicação alternativa daquela verba até se saber, exatamente, o que seria feito com ela. Poderia ganhar mais ou menos do que  $s \times x^1$ . Por isso, é razoável assumir que o custo de oportunidade do subsídio indireto à provisão do bem  $x$  seja, precisamente, o valor monetário do subsídio, a área “A+B+E+C+D+F”. Dito de outro modo, é razoável assumir que o benefício líquido para o Estado é o impacto direto do subsídio no saldo orçamental (SO):  $\Delta SO = - \text{área "A+B+E+C+D+F"}$ .

**301. Estão assim encontrados os elementos necessários para calcular o impacto do subsídio indireto no bem-estar social: a sociedade perde bem-estar e no montante medido pela área “E+F”.** O impacto no bem-estar social (abreviadamente,  $\Delta BES$ ) é a soma da variação no bem-estar de cada uma das partes afetadas por esta medida de política. Os consumidores têm o ganho líquido dado pela área “C+D”. Os produtores têm o ganho líquido dado pela área “A+B”. A restante sociedade, representada pelo Estado, tem o ganho líquido dado pelo simétrico da área da forma geométrica “A+B+E+C+D+F”. Somando os três conjuntos de efeitos parcelares (note-se que o do Estado é negativo, por se tratar de uma perda líquida), chega-se ao impacto do subsídio no bem-estar social ( $\Delta BES$ ):

$$\begin{aligned} \Delta BES &= \Delta EC + \Delta EP + \Delta SO \\ \Delta BES &= \text{área "(C+D)+(A+B)-(A+B+E+C+D+F)" } \\ \Delta BES &= - \text{área "E+F"} \end{aligned}$$

**302. A perda líquida de bem-estar social é um resultado geral dos instrumentos orçamentais que distorcem escolhas dos agentes económicos.** Tanto um subsídio indireto como um imposto indireto alteram o preço que consumidores e produtores enfrentam, levando-os a modificar o seu comportamento (quantidade procurada e quantidade oferecida). No caso do subsídio, os dois lados do mercado apropriam-

<sup>87</sup> Em bom rigor, o integral da curva de custo marginal (área abaixo da curva da oferta) dá o custo marginal total. Se houver custos fixos, será necessário adicionar estes ao referido integral (para obter o custo total de produzir  $x^e$  unidades).

<sup>88</sup> Custo de oportunidade é o benefício que o Estado (conjunto da sociedade) obteria através da melhor aplicação alternativa do valor  $s \times x^1$ .

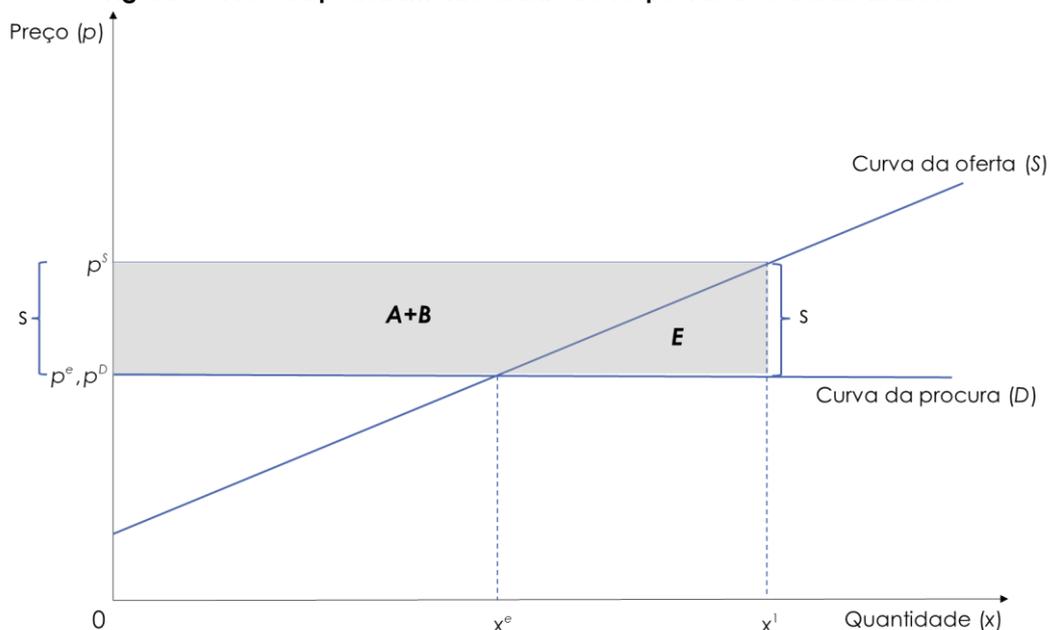
se apenas de uma fração da despesa pública e a fração remanescente (área "E+F" na figura acima) não aproveita a ninguém na sociedade. Por isso, aquela área é uma perda líquida para a sociedade. Na teoria económica, recebe o nome de "carga excedente" (*deadweight loss* ou *excess burden* na literatura anglo-saxónica). Com um imposto indireto sucede o mesmo, embora a caracterização gráfica seja diferente da exposta na Figura 7. Neste caso, o imposto diminui o preço recebido pelos produtores e aumenta o preço pago pelos consumidores. A quantidade transacionada cai. A carga fiscal é uma receita pública. Porém, a receita que entra nos cofres do Estado é apenas uma parte dos pagamentos compulsivos dos consumidores e produtores do bem x. A parte remanescente perde-se e não aproveita a ninguém. Por isso, é também designada como "carga excedente".

### C.1.2 Efeitos com elasticidades infinita e nula

**303. Antes de encerrar esta secção, desenvolve-se agora a ideia de que a repartição do benefício do subsídio indireto pelos dois lados do mercado depende do poder negocial das partes.** Esta ideia foi enunciada no parágrafo 297 e associada às diferenças de inclinação das curvas de procura e oferta. Vai-se mostrar que quanto mais próxima da posição horizontal (vertical) for uma curva, menor (maior) é a parcela do subsídio unitário  $s$  que a parte representada por essa curva recebe. Os economistas dizem que a inclinação da curva resulta da elasticidade preço da parte do mercado por ela representada. Assim, no caso da curva da procura, quanto mais próxima da posição horizontal (vertical) ela for, mais elástica (rígida ou menos elástica) é a reação da quantidade procurada a alterações no preço de equilíbrio. Logo, para uma dada inclinação da curva da oferta, quanto maior for a elasticidade da procura, maior será o efeito do subsídio na quantidade de equilíbrio (diferença entre  $x^1$  e  $x^e$ ) e menor a redução no preço de equilíbrio. No limite, com a procura perfeitamente elástica (curva  $D$  horizontal), o preço de equilíbrio não se altera (permanece ao nível  $p^e$ ) porque os consumidores dispõem-se a comprar qualquer quantidade ao preço  $p^e$ . Já um preço marginalmente superior tornaria nula a quantidade comprada; os consumidores sairiam todos deste mercado. O preço de equilíbrio é determinado pela procura e a quantidade pela oferta. Curva da procura perfeitamente elástica é o caso limite de maior poder negocial das famílias e está representado na Figura 8. O seu declive decorre da elasticidade preço ser infinitamente grande. A mesma situação (máximo poder negocial das famílias) aconteceria noutro caso limite, não representado graficamente, quando a oferta é perfeitamente rígida (curva  $S$  vertical).

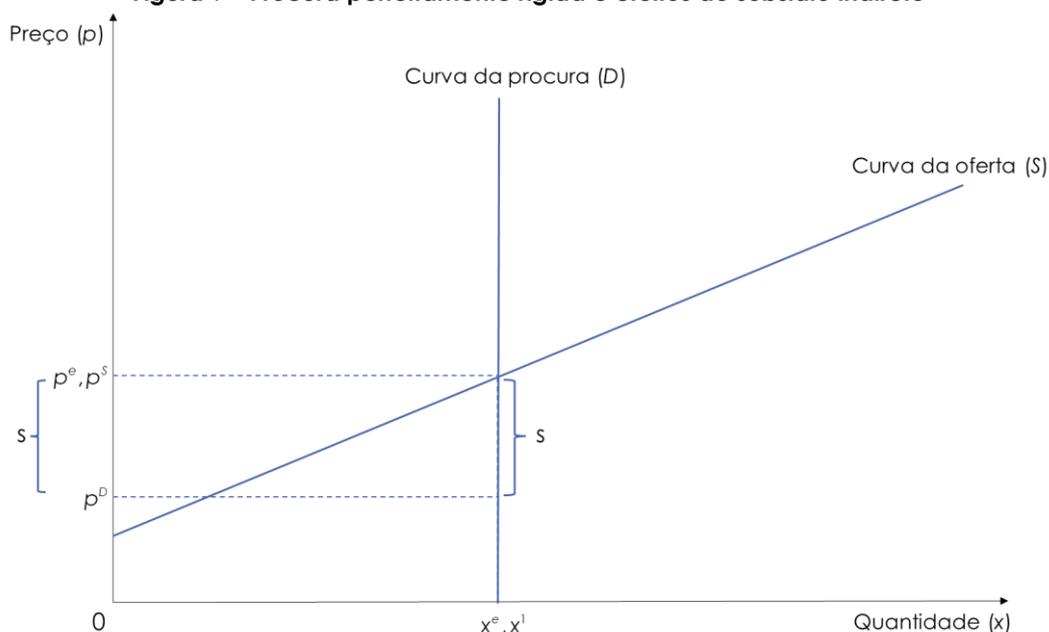
**304. Com a procura perfeitamente elástica e a curva da oferta positivamente inclinada, o que se pode dizer sobre os impactos do subsídio no bem-estar?** Para encontrar o efeito nas famílias, pense-se na definição de  $EC$  por unidade de produto. É a diferença entre a disponibilidade a pagar e o preço pago. Neste caso extremo, as famílias têm a mesma disponibilidade a pagar por unidade, qualquer que seja a quantidade consumida:  $p^e$ . Ora este é também o preço pago no equilíbrio inicial. Logo, o  $EC$  total no equilíbrio inicial é zero. Com o subsídio, a nova quantidade consumida passa a ser  $x^1$ , mas o preço pago não se altera,  $p^D = p^e$ . O aumento na despesa absorve por inteiro o ganho no bem-estar bruto, que é a disponibilidade a pagar. Logo, a  $\Delta EC = 0$ , pelo que as famílias ficam tão bem com o subsídio como sem ele. Quanto ao bem-estar dos produtores, repare-se que eles ficam com a totalidade do subsídio por unidade oferecida,  $p^S = p^D + s$ . O seu custo total de produção aumenta no tamanho do triângulo  $E$ . A subida do preço em  $s$  euros aplica-se a todo o volume produzido,  $x^1$ . Logo, a diferença é a variação no lucro económico ou no  $EP$ . Portanto,  $\Delta EP = \text{área "A+B"}$ . Repare-se que este trapézio é maior do que o trapézio "A+B" na Figura 7, pelo que os produtores ficam melhor quando a procura é extremamente elástica. A perda líquida de bem-estar social (ou carga excedente) é agora representada apenas pelo triângulo  $E$ . Comparando-a com a Figura 7, desapareceu a parcela proveniente dos consumidores, o triângulo  $F$ . Contudo, com este grau de generalidade não é possível saber se a magnitude da perda social líquida com procura perfeitamente elástica é maior ou menor do que na situação mais plausível empiricamente da Figura 7 porque a altura e a base do triângulo  $E$  são agora maiores. Portanto, continua a haver perda líquida de bem-estar para a sociedade, mas não se consegue dizer como é que ela varia quando a elasticidade da procura aumenta.

**Figura 8 – Procura perfeitamente elástica e respostas ao subsídio indireto**



**305. Tem interesse explorar outra situação limite, procura perfeitamente rígida.** A curva da procura é vertical neste caso, e o mercado está representado na Figura 9. Nesta situação, as famílias não reagem a alterações no preço a pagar: compram sempre a mesma quantidade. A sua elasticidade preço é, pois, nula. Assuma-se que essa quantidade é  $x^e$ . Antes do subsídio, o mercado está equilibrado com essa quantidade e o preço  $p^e$ , o que viabiliza comparações com os casos anteriores. Com procura perfeitamente rígida, a disponibilidade dos consumidores a pagar pela  $x^e$ -ésima unidade é infinita — curva da procura é a semirreta com origem nessa unidade e limite em  $+\infty$ . Sendo  $p^e$  o preço pago, ele é finito, assim como finita é a despesa realizada no bem  $x$ ,  $p^e \times x^e$ . Logo, o EC total é infinito, pois a diferença entre infinito e uma quantidade positiva, mas finita, é infinita. Após o subsídio ser concedido, as famílias não mudam a quantidade comprada e encaixam a totalidade do subsídio ( $p^D = p^S - s$ ). Reduzem a despesa, mas continuam disponíveis a pagar uma quantia infinita, pelo que a  $\Delta EC = 0$ . Logo, com procura perfeitamente rígida, o subsídio tem impacto nulo no bem-estar das famílias, impacto nulo na quantidade transacionada, impacto máximo no preço pago por aquelas e impacto nulo no preço recebido pelas empresas. Pense-se agora no bem-estar das empresas. Para elas, nada muda com a implantação do subsídio: preço pago permanece no nível  $p^e$ , quantidade vendida continua a ser  $x^e$  e, portanto,  $\Delta EP = 0$ . Os produtores não ganham nem perdem bem-estar com a atribuição do subsídio. Finalmente, o que é que se pode dizer da terceira parte social interessada na medida, representada pelo Estado? O Estado vê o saldo orçamental agravado no montante do subsídio,  $\Delta SO = s \times x^e$ . Repare-se que este valor é mais pequeno do que nos casos anteriores (Figura 7 e Figura 8) porque agora não há aumento no volume transacionado (a nova quantidade de equilíbrio é igual à inicial,  $x^1 = x^e$ ). A carga excedente não existe neste caso extremo porque o subsídio, apesar de ser indireto, não impacta sobre a quantidade de equilíbrio, não distorce as escolhas de consumidores nem de produtores. Sob este ponto de vista, assemelha-se a um subsídio direto, que também não gera carga excedente (perda líquida para a sociedade). O canal através do qual o efeito se dá é que é diferente, mas isso é matéria que não cabe nesta secção.

**Figura 9 – Procura perfeitamente rígida e efeitos do subsídio indireto**



## C.2 Impacto de um subsídio indireto no bem-estar da família representativa

**306. Esta e a próxima secções fundamentam o argumento microeconómico segundo o qual um subsídio direto ao rendimento é preferível para as famílias beneficiárias do que um subsídio indireto de igual valor.**

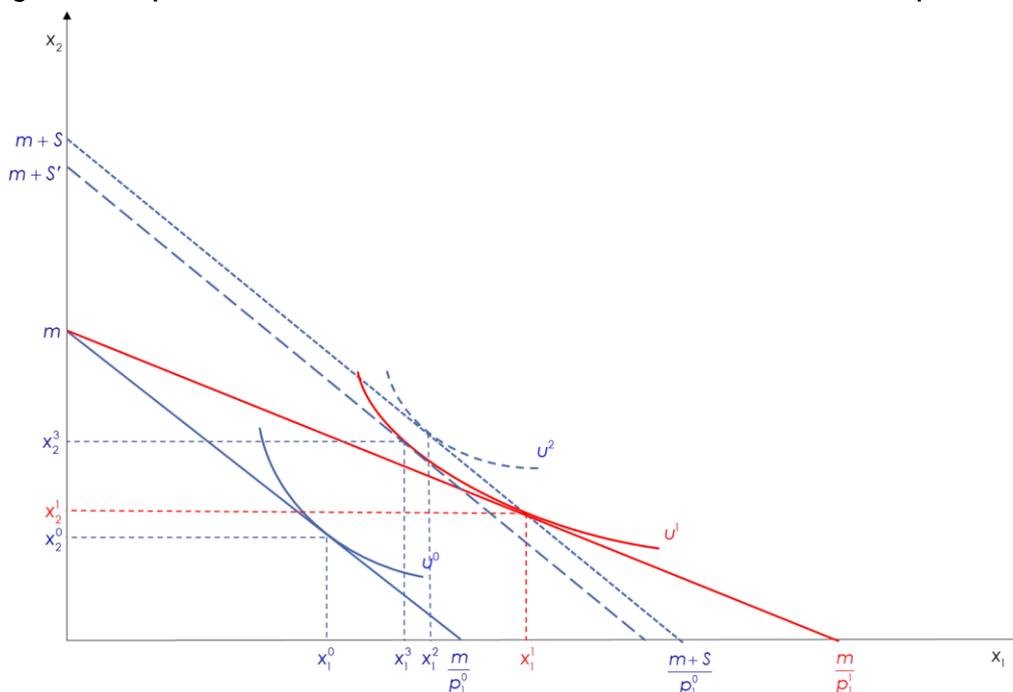
A análise começa por introduzir o ambiente da prova, avançando depois para a comparação entre as duas medidas de política alternativas. Em relação ao conteúdo da secção anterior, esclarece-se que o objeto de análise nesta secção é a parte do subsídio indireto que chega, efetivamente, às famílias selecionadas para o apoio. Portanto, quando doravante se falar no valor do subsídio indireto, está-se a invocar apenas a parcela da despesa pública que aumenta o excedente dos consumidores: a área do trapézio “C+D” explicada na Subsecção C.1.1.

**307. Comece-se então por apresentar o problema de escolha da família representativa do universo que acede a um subsídio para minorar a perda de poder de compra trazida pela inflação.** A família representativa consome os bens 1 e 2, aos preços  $p_1$  e  $p_2$ , respetivamente. Dispõe do rendimento  $m$  para os pagar. Também sem perda de generalidade, tome-se o bem 2 como o conjunto de todos os outros bens e assumam-se  $p_2 = 1$ . Assim,  $x_2$  é, simultaneamente, a quantidade e a despesa nesses outros bens. A restrição orçamental da família é, assim,  $p_1x_1 + x_2 = m$ , representada pela reta azul a traço contínuo na Figura 10. O preço inicial do bem 1 é representado por  $p_1^0$ . As preferências entre os bens são indicadas pelas curvas de indiferença. Na situação inicial, a família representativa escolhe o cabaz  $(x_1^0, x_2^0)$  e disfruta do nível de satisfação  $u^0$ . Chama-se a atenção para o facto de a ordenada na origem ser o nível de rendimento nominal  $m$ .

**308. Este parágrafo vai caracterizar o impacto de um subsídio indireto (ou redução num imposto indireto) no bem-estar da família representativa que o Estado quer compensar pela inflação em determinada classe de bens.** Imagine-se agora que 1 é a gasolina ou um determinado cesto de bens alimentares. O Estado, querendo minorar o impacto da inflação no poder de compra das famílias, decide atribuir um subsídio indireto ao bem 1 — ou baixar o imposto indireto que tem sobre o bem 1; as duas medidas são economicamente equivalentes. A parcela do subsídio unitário que chega às famílias reduz o preço pago por elas, de  $p_1^0$  para  $p_1^1$ , e a reta orçamental relevante roda para cima, adquirindo a posição dada pela linha contínua vermelha. Repare-se que o mesmo rendimento nominal  $m$  consegue agora comprar qualquer cabaz que, aos preços iniciais, já eram acessíveis a esta família — pois o novo espaço orçamental (reta vermelha e a área abaixo dela) contém todo o anterior espaço orçamental. Logo, o

subsídio sobre a quantidade consegue, de facto, aumentar o poder de compra da família típica. Podemos ainda notar que a família reagiu ao incentivo fiscal comprando mais gasolina (se 1 for esse bem) e mais de tudo o resto:<sup>89</sup> o novo cabaz é  $(x_1^1, x_2^1)$ . O nível de utilidade ou satisfação melhorou, sendo agora  $u^1$ , numa curva de indiferença acima da inicial.<sup>90</sup>

**Figura 10 – Superioridade de um subsídio ao rendimento versus um subsídio à quantidade**



**C.3 Demonstração do segundo argumento: um subsídio direto ao rendimento deixa a família beneficiária pelo menos tão bem quanto um subsídio indireto de igual montante**

**309. O subsídio direto de igual montante é melhor (no limite inferior, igual) para a família elegível.** Para o demonstrar, força-se o novo instrumento a custar aos contribuintes exatamente o mesmo montante que o subsídio indireto. Este, o subsídio sobre a quantidade, são  $s$  cêntimos por unidade consumida do bem 1.<sup>91</sup> Logo, o custo para os contribuintes é  $S = sx_1^1$ . O instrumento alternativo é um subsídio ao rendimento no valor  $S$  (subsídio direto, portanto). Ele faz crescer o rendimento em  $S$  unidades monetárias e mantém o preço do bem 1 ao nível inicial,  $p_1^0$ . Logo, a reta orçamental descritiva desta nova situação é a linha picotada azul. Repare-se que tem a mesma inclinação do que a inicial (pois o preço relativo do bem se mantém) e uma ordenada na origem com o nível  $m + S$ .<sup>92</sup> Comparando com os resultados do subsídio à quantidade do bem 1, encontram-se as seguintes diferenças. Primeira: a família deseja

<sup>89</sup> Assumindo que o efeito de rendimento é positivo, ou seja, que a família deseja consumir mais de cada bem em resposta à melhoria do poder de compra do rendimento nominal  $m$ .

<sup>90</sup> Esta melhoria no nível de utilidade corresponde ao ganho no Excedente dos Consumidores “C+D” que se explicou na Subsecção C.1.1.

<sup>91</sup> Uma nota sobre a comparação com a secção anterior. Usa-se o mesmo símbolo ( $s$ ) nas duas secções para designar o subsídio indireto por unidade do bem, a fim de não complicar a notação. Porém, enquanto que na secção anterior,  $s$  media a totalidade da despesa pública por unidade do bem 1, agora  $s$  mede apenas a parte daquele valor que chega aos consumidores.

<sup>92</sup> Mostra-se facilmente que a reta orçamental com subsídio direto tem de passar pelo cabaz desejado sob o instrumento político alternativo,  $(x_1^1, x_2^1)$ . Para o efeito, siga-se este raciocínio. A escolha ótima com subsídio indireto satisfaz a restrição orçamental. Logo,

$$(p_1^0 - s)x_1^1 + x_2^1 = m \tag{1}$$

Com o subsídio direto  $S = sx_1^1$ , a restrição orçamental escreve-se  $p_1^0 x_1 + x_2 = m + sx_1^1$ . Inserindo o cabaz ótimo sob subsídio direto nesta restrição o, obtém-se  $p_1^0 x_1^1 + x_2^1 = m + sx_1^1$ , que mais não é do que uma forma equivalente de escrever a restrição (1). Demonstra-se, assim, que a reta orçamental picotada azul tem ordenada na origem  $m + S$  e partilha o ponto  $(x_1^1, x_2^1)$  com a reta orçamental da medida de política alternativa.

adquirir uma menor quantidade do bem 1 ( $x_1^2$  versus  $x_1^1$ ). Isto deve-se à ausência de efeito de substituição no consumo. O subsídio ao rendimento não distorce preços relativos e, por isso, a família não é incentivada, pela via fiscal, a trocar bem 2 por bem 1. A segunda diferença é que a família fica melhor com o subsídio ao rendimento do que com o subsídio à quantidade consumida. Com efeito, o novo nível de utilidade,  $u^2$ , excede o melhor que conseguiria com o subsídio indireto. Na pior das hipóteses para a família, o subsídio direto deixá-la-á com o mesmo nível de satisfação que o subsídio indireto de igual valor ( $u^1$ ). Para tal suceder, os bens teriam de ser, para ela, perfeitamente complementares (curvas de indiferença em ângulo reto, situação não representada graficamente), o que corresponde a uma hipótese teórica implausível na realidade porque o bem 2 é modelizado como um bem composto, *i.e.*, o conjunto de todos os outros bens que entram no seu cabaz de consumo.

#### **C.4 Demonstração do terceiro argumento: a despesa com o subsídio direto para repor o nível inicial de satisfação familiar é menor do que o montante do subsídio indireto para fazer a mesma reposição**

**310. Um subsídio direto estritamente suficiente para dar à família beneficiária o mesmo nível de satisfação do que um subsídio indireto é melhor ou igual para o saldo orçamental.** Este argumento é um corolário do anterior e a sua prova apoia-se no mesmo instrumento gráfico. O subsídio direto com esta característica é  $S' < S$  na Figura 10 e a reta orçamental é a linha azul com traços descontínuos largos. Recebendo esta compensação pecuniária para a inflação no preço do bem 1, o melhor cabaz que a família poderá comprar é  $(x_1^3, x_2^3)$ . Ora o nível de utilidade ou satisfação por ele proporcionado é precisamente o mesmo que o subsídio indireto de  $s$  cêntimos por unidade do bem 1 permite alcançar. Como se viu, este subsídio custa  $S$  euros ao Estado, por família apoiada. Portanto, fica demonstrado que há sempre um subsídio direto ao rendimento com o mesmo impacto no bem-estar do beneficiário que custa menos dinheiro aos contribuintes. Uma vez mais, só no caso extremo e empiricamente implausível de complementaridade perfeita entre o bem subsidiado e o conjunto de todos os outros bens (representado pelo bem 2 na Figura 10) é que os dois instrumentos custariam o mesmo ao Estado.



## Anexo D: Demonstração dos efeitos da tributação de lucros excessivos e da fixação de preços máximos

**311. Este anexo proporciona a cabal justificação dos efeitos das medidas em epígrafe.** Complementa a apresentação intuitiva de resultados feita na Secção 7.5.

### D.1 Tributação do lucro excessivo de uma empresa monopolista

**312. A empresa é a única ofertante no mercado.** Nesta secção, vai-se caracterizar o problema de escolha da empresa e deduzir os seguintes resultados: i) o preço e a quantidade de equilíbrio não são alterados pelo lançamento de um imposto sobre o lucro, o que provará a ineficácia da medida para combater a inflação; ii) o lucro após imposto é menor do que antes do mesmo; a medida faz aumentar a receita fiscal.

**313. O uso de monopólio não retira generalidade aos resultados abaixo apresentados.** A demonstração nesta secção aplica-se, *ipsi verbis*, a uma empresa monopolista. No mundo real, as empresas visadas pelos novos tributos criados no espaço da UE em 2022 e 2023 não são monopolistas. Tendem a ser oligopolistas. O tratamento analítico destas estruturas de mercado é mais complexo, mas os resultados são quase iguais. Assim, privilegiando a clareza argumentativa sobre a pureza matemática, a UTAO usa o monopólio neste anexo para validar a explicação intuitiva dos efeitos das medidas de política exposta na Secção 7.5.

**314. Antes do imposto, a empresa irá escolher a quantidade que igualar a receita marginal ao custo marginal de prover o bem.** A quantidade oferecida é designada pela variável  $x$ . O problema da empresa é escolher a quantidade que maximiza o lucro ( $\pi$ ), definido pela diferença entre a receita total ( $RT$ ) e o custo total ( $CT$ ).

$$\max_x \pi = RT(x) - CT(x) \quad . \quad (11)$$

A quantidade que maximiza o lucro é o valor de  $x$  que satisfaz a condição de primeira ordem deste problema de otimização. É obtida derivando o lucro em ordem a  $x$  e igualando a zero essa expressão,

$$\frac{d\pi}{dx} = \frac{dRT}{dx} - \frac{dCT}{dx} = 0 \quad ,$$

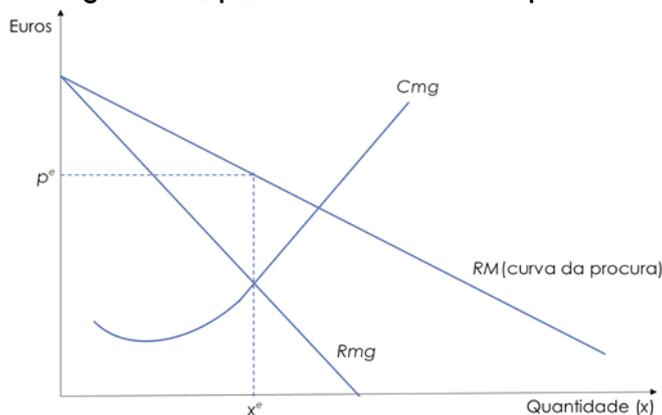
o que é equivalente a

$$Rmg(x) = Cmg(x) \quad .^{93}$$

**315. Em português, a quantidade que maximiza o lucro é o valor de  $x$  que iguala a receita marginal ( $Rmg$ ) ao custo marginal ( $Cmg$ ).** Ambas são função da quantidade. Seja  $x^e$  esse volume de produção. A  $RT$  é preço vezes quantidade,  $RT(x) = p(x)x$ , em que o preço é medido na curva da procura. A curva da procura pode ser interpretada também como receita média ( $RM$ ),  $RM \equiv RT(x)/x = p(x)$ . A solução do problema de escolha do monopolista está representado na Figura 11. Repare-se que o preço de equilíbrio é encontrado na curva da procura: é  $p^e$ , o preço máximo que os consumidores estão dispostos a pagar pela  $x^e$ -ésima unidade.

<sup>93</sup> Poupa-se esta pequena incursão matemática à descrição completa do problema de maximização do lucro. Naturalmente, a caracterização completa obrigaria a considerar a restrição  $x \geq 0$  e a assumir as propriedades habituais da curva da procura (inclinação negativa) e da curva do custo total (inclinação positiva) no ponto que satisfizer a condição de primeira ordem.

**Figura 11 – Equilíbrio no mercado monopolista**



**316. Considere-se agora o lançamento do imposto sobre lucros excessivos.** Explicou-se na Subsecção 7.5.1 o entendimento da CE e do legislador português sobre esta base de incidência. Do ponto de vista analítico, pode ser caracterizado como um mero imposto sobre o lucro. Basta assumir que o lucro na equação (11) é essa base.<sup>94</sup> Sendo  $t$  a taxa deste imposto, com  $0 < t < 1$ , a empresa vai agora escolher a quantidade que maximiza o lucro após o imposto, ou seja,

$$\max_x (1-t)\pi = (1-t)[p(x)x - CT(x)] \quad . \quad (12)$$

**317. O imposto não altera a quantidade nem o preço de equilíbrio, e gera receita pública.** A taxa de imposto é uma constante, não dependendo, pois, de  $x$ . Logo, derivando (12) em relação a  $x$ , obtém-se a mesma condição de primeira ordem que no problema de otimização anterior (note-se que  $t \neq 1$ ):

$$Rmg(x) = Cmg(x) \quad .$$

Portanto, resolvendo esta equação para  $x$ , sai a nova quantidade que a empresa irá oferecer. Dado que a equação é a mesma que resolveu o problema (11), a quantidade que resolve (12) tem que ser a mesma, ou seja,  $x^e$ . O preço a que este volume será vendido é, como anteriormente, lido na curva da procura. É, pois,  $p^e$ . A solução ótima do monopolista continua a ser descrita pelo par  $(x^e, p^e)$  na Figura 11. A medida de política gera efetivamente receita para o Estado. Vale  $t[p(x^e)x^e - CT(x^e)]$  (não exibido na figura). Como o preço que os consumidores pagam é o mesmo que pagavam sem este imposto, a medida de política é ineficaz para travar a taxa de inflação.

## D.2 Fixação de preço máximo

**318. Esta secção prova os efeitos do estabelecimento pelo Estado de um teto ao preço de equilíbrio.** Por razões didáticas, distingue duas estruturas de mercado polares. Um mercado atomizado, funcionando em concorrência perfeita, é estudado na Subsecção D.2.1. Um mercado com produtor único, comportando-se como monopolista, é explorado na Subsecção D.2.2. Concluir-se-á que os efeitos no equilíbrio, na taxa de inflação, no saldo orçamental e no bem-estar social são sensíveis ao grau de concorrência no mercado. Outros efeitos são igualmente mostrados.

<sup>94</sup> Recorde-se que será aplicado a empresas que já pagam outros tributos sobre o lucro. No que se segue, é como se  $\pi$  fosse, no caso português, o lucro após IRC, suas derramas estadual e municipal, e outras contribuições específicas sobre o sector.

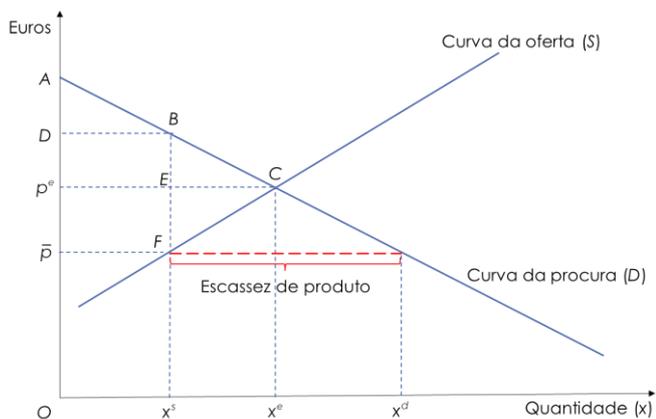
### D.2.1 Mercado concorrencial

#### 319. A fixação de um teto abaixo do preço de equilíbrio inicial é eficaz para baixar o preço de equilíbrio, mas provoca escassez de produto.

A Figura 12 ajuda a compreender a situação criada pela medida. Antes de o Estado intervir, o equilíbrio acontece ao preço  $p^e$  e à quantidade  $x^e$ . Aquele preço faz coincidir a quantidade procurada com a quantidade oferecida (ponto de intersecção entre as curvas D e S).

Deixando de ser legal transacionar a um preço superior ao teto  $\bar{p}$ , a melhor convergência que se consegue entre as intenções de quem compra e as intenções de quem vende pára ao preço  $\bar{p}$ . Isto explica-se facilmente. Começando num preço próximo de zero e elevando-o gradualmente, lê-se nas curvas que o excesso de procura (desvio entre a quantidade lida na curva D e a quantidade lida na curva S) vai diminuindo. Ao atingir o preço limite permitido pelo Estado, ainda há excesso de procura ou, dito de outro modo, falta produto no volume  $x^d - x^s$

**Figura 12 – Efeitos de um preço máximo em mercado concorrencial**



marcado a vermelho na Figura 12. Portanto, os primeiros efeitos da medida são a redução no preço de equilíbrio para  $\bar{p}$  e a emergência de escassez de produto no mercado. A taxa de inflação, medida pela variação no índice agregado de preços pagos pelos consumidores, baixa no período em que se dá a diminuição no preço. Parece, assim, que a medida é eficaz para travar a inflação no curto prazo apurada pela autoridade estatística competente.

#### 320. A escassez de produto incentiva efeitos adicionais perversos: mercado clandestino e preço informal superior ao preço tabelado.

A História está repleta destes exemplos. Haverá, com certeza, consumidores dispostos a pagar mais do que o preço máximo fixado na lei em troca de mais unidades do bem, mesmo que a troca seja feita longe dos olhares das autoridades e sujeita ao risco de sanção. De igual modo, haverá sempre alguns produtores dispostos a correr o risco de infringir a lei em troca de uma maior rentabilidade. Surge, assim, um mercado paralelo e clandestino, certamente com um preço superior a  $\bar{p}$  e maiores custos de transação para as partes envolvidas. Na prática, com esta resposta dos agentes à medida de política, a taxa oficial de inflação deixa de reproduzir fielmente a evolução nos verdadeiros preços junto dos consumidores. Uma taxa informal, se existisse, daria conta de um menor contributo para a desaceleração do nível geral de preços pagos pelos consumidores do que a variação na taxa oficial.

**321. Esta medida faz baixar a receita pública.** Regresse-se à Figura 12. No mercado (oficial) há um declínio no valor das transações, pois preço e quantidade caem. Logo, a base de incidência para o IVA e outros impostos sobre o consumo diminui. O lucro das empresas também diminui (note-se que o lucro ou excedente dos produtores é a área acima da curva da oferta e abaixo da linha do preço de equilíbrio). Portanto, o Estado perde receita fiscal indireta e direta.

#### 322. O bem-estar social diminui em termos líquidos, com perdas para os produtores e o conjunto da sociedade e efeito indeterminado para os consumidores do bem x.

Com efeito, mostrou-se no parágrafo 321 que  $\Delta EP < 0$  em consequência da imposição do preço máximo. Recorrendo às letras na Figura 12, é possível quantificar esta perda:  $\Delta EP = \text{área } p^eCF\bar{p}$ . Decompõe-se em duas parcelas: a perda da área "ECF" advém da redução na quantidade vendida; a perda da área " $p^eEF\bar{p}$ " tem origem na queda do preço recebido. Antes desta medida, o excedente dos consumidores valia a área do triângulo  $ACp^e$ . Depois, passou a valer a área do trapézio  $ABF\bar{p}$ . Logo,  $\Delta EC = \text{área } p^eEF\bar{p} - \text{área } BCE$ , em que o ganho da primeira área provém da descida no preço pago e a perda da segunda área resulta da diminuição no volume consumido. O efeito líquido pode ser negativo ou positivo. Repare-se

agora que a área " $p^e EF\bar{p}$ " é, simultaneamente, uma perda para os produtores e um ganho para os consumidores. Quando se consolidam as variações nos dois excedentes, esta área desaparece. Por isso, para o conjunto da sociedade, a variação no bem-estar social é

$$\Delta BES = -\text{área} "ECF" - \text{área} "BCE" - \Delta T < 0 \quad (13)$$

em que  $T$  é a receita fiscal. A variação na receita fiscal é negativa e foi explicada no par. 321. Por isso, a variação no BES é inequivocamente negativa.

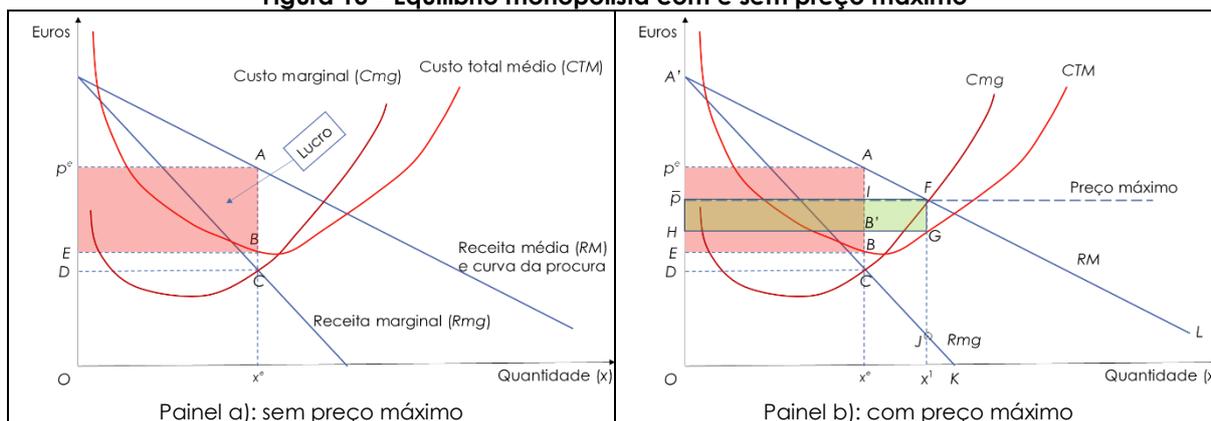
**323. Por último, é curioso verificar que o lançamento de um preço máximo sobre um mercado concorrencial gera a mesma perda líquida de bem-estar para a sociedade que o lançamento de um imposto ou a existência de um monopólio.** Comece-se por somar as duas áreas na inequação (13) e reconheça-se que a soma, área "BCF", é o conhecido triângulo da ineficiência produtiva (*deadweight loss* ou carga excedente) causada por impostos e subsídios distorcivos e também pelo monopólio. A primeira equivalência de resultados é fácil de provar. Seja um imposto à taxa  $t$ , com  $t = D - \bar{p}$ . A adoção deste imposto por unidade transacionada provocaria a mesma queda na quantidade e um efeito diferente no preço: os consumidores sentiriam um aumento de  $p^e$  para  $D$  e os produtores uma descida, de  $p^e$  para  $\bar{p}$ . Para provar a segunda equivalência, é conveniente lembrar que a quantidade que maximiza o bem-estar social é a que iguala o benefício marginal social ao custo marginal social (facto consolidado na teoria económica do bem-estar e que aqui se dá como assente). Na ausência de falhas de mercado, a soma das curvas de procura individuais (curva  $D$  na Figura 12) corresponde à curva do benefício marginal social e a soma das curvas de custo marginal individuais (é a curva  $S$  na Figura 12) corresponde à curva do custo marginal social. Logo, naquelas condições,  $x^e$  é, simultaneamente, a quantidade de equilíbrio em concorrência perfeita e a quantidade eficiente, a quantidade socialmente ótima. Como ficará mais claro na próxima subsecção, a passagem de um equilíbrio em concorrência perfeita a um equilíbrio em monopólio move a quantidade transacionada para um nível inferior a  $x^e$ , com menos bem-estar social. A perda de bem-estar social tem a forma de um triângulo parecido com "BCF".

## D.2.2 Mercado monopolista

**324. O Painel a) da Figura 13 introduz o problema de escolha do produtor monopolista.** Caracteriza a otimização que faz antes de o Estado pensar em regular o preço de equilíbrio. Como se explicou na Secção D.1, o lucro é maximizado pela quantidade que iguala a receita marginal ( $Rmg$ ) ao custo marginal ( $Cmg$ ). Trata-se da quantidade  $x^e$ . Vai cobrar por cada unidade, até  $x^e$ , o preço máximo que a procura está disposta a pagar pela última unidade, ou seja,  $p^e$ . Admitindo possíveis custos fixos no processo produtivo, há que chamar para a figura a curva do custo total médio ( $CTM$ ). Por definição,  $CTM \equiv CT(x)/x$  e pode ser representado graficamente pela curva mais ou menos em forma de "U" na Figura 13. Então, o custo total ( $CT$ ) de produzir  $x^e$  é a área do retângulo " $EBx^eO$ ". Já a receita total é a área do retângulo maior " $p^eAx^eO$ ". Por conseguinte, o lucro é a diferença entre os dois retângulos. Trata-se da área do retângulo sombreado a rosa e delimitado pelos pontos  $p^eABE$ .

**325. Com preço máximo, as curvas de procura e receita marginal passam a ter dois segmentos.** Admita-se que o Estado regula esta indústria com o preço máximo  $\bar{p}$  exibido no Painel b) da Figura 13. Para cumprir a lei, nenhuma unidade do bem poderá ser vendida acima deste nível. Quer isto dizer, tomando em conta a parametrização das curvas no Painel b), que a curva da procura é o segmento de reta horizontal " $\bar{p}F$ " para  $0 \leq x \leq x^1$  e o segmento de reta negativamente inclinado " $FL$ " para  $x > x^1$ . Em consequência, também muda a forma da curva de  $Rmg$ . Coincide com o preço máximo para  $0 \leq x \leq x^1$  e, para quantidades estritamente superiores a  $x^1$ , prossegue no troço  $JK$  da curva de  $Rmg$  original (ponto  $J$  excluído, daí a circunferência no ponto  $J$ ). Há, pois, uma descontinuidade nesta curva: ela não tem ordenadas entre  $F$  e  $J$ .

Figura 13 – Equilíbrio monopolista com e sem preço máximo



**326. No novo equilíbrio monopolista, a quantidade é maior e o preço é menor, havendo um contributo positivo de curto prazo para travar a inflação.** A condição de otimização do lucro da empresa continua a ser a igualdade entre  $Rmg$  e  $Cmg$ . Agora, esta igualdade acontece com a quantidade  $x^1$  no Painel b). O preço de equilíbrio é o preço máximo permitido por lei,  $\bar{p}$ . Verifica-se, assim, que este instrumento regulatório é eficaz para baixar o nível geral de preços junto dos consumidores e contribuirá para reduzir a taxa de inflação no curto prazo, *i.e.*, durante o período em que não haja novos choques inflacionistas, seja no mercado de  $x$  ou noutros mercados de bens e serviços.

**327. O instrumento “preço máximo” tem o aliciente de poder levar um mercado monopolista a gerar a quantidade socialmente ótima.** Já se explicou (a meio do par. 323) que esta quantidade é a que iguala o benefício marginal social ao custo marginal social. Na ausência de falhas de mercado, o benefício marginal social é medido pelas ordenadas da curva da procura ou  $RM$  da Figura 13. Sem falhas de mercado, o custo marginal social corresponde ao custo marginal privado, ou seja, é dado pelas ordenadas da curva de  $Cmg$  do monopolista na Figura 13. A quantidade socialmente ótima é então  $x^1$ , conforme mostra o Painel b) da referida figura. Ora se o teto ao preço de equilíbrio monopolista, ou seja,  $\bar{p}$ , for colocado ao nível mostrado no Painel b), a nova quantidade do equilíbrio monopolista é exatamente a mesma que iguala o benefício marginal social ao custo marginal social. O instrumento regulatório assim calibrado induz o mercado monopolista a gerar a afetação eficiente, a quantidade que maximiza o bem-estar social.

**328. O efeito sobre o lucro monopolista é ambíguo.** Com o preço máximo, o lucro passa a ser a área com fundos verde e amarelo-torrado delimitada pelos pontos “ $\bar{p}FGH$ ”. Comparando com o lucro anterior (área rosa), identifica-se o ganho da área  $IFGB'$ , decorrente do acréscimo no volume vendido, e a perda das áreas “ $p^eAIp^e$ ” e “ $EBB'H$ ”. A primeira área perdida decorre da descida forçada no preço de equilíbrio sobre o volume anteriormente transacionado,  $x^e$ . A segunda porção de lucro perdido decorre da subida no custo médio de produzir esse volume (“ $BB'$ ”). O desenho parece evidenciar que as perdas superam o ganho na rentabilidade, mas trata-se de uma ilusão ótica. Na verdade, bastaria as curvas terem outras inclinações ou o preço limite ficar mais próximo de  $p^e$  para que a diferença entre o lucro com preço máximo e o lucro sem preço máximo fosse positiva. Portanto, a medida regulatória tem, no caso geral, um impacto com sinal indeterminado no bem-estar da empresa. A Caixa 3 deriva este mesmo resultado, mas de uma maneira mais conveniente para comparar com as alterações no excedente dos consumidores e no bem-estar social.

**Caixa 3 – Efeitos do preço máximo no bem-estar: análise de excedentes das partes envolvidas**

Esta caixa recorre aos excedentes do produtor e dos consumidores para avaliar o impacto da fixação do preço máximo no bem-estar social. A análise apoia-se na Figura 13 para medir áreas de formas geométricas e complementa as demonstrações no corpo da subsecção. Para maior comodidade de leitura, são dispensadas as aspás em torno das letras que definem o perímetro das formas. A técnica demonstrativa é a álgebra das áreas geométricas.

**Começa-se por calcular a variação no Excedente dos Produtores ( $\Delta EP$ ).** A variação é a diferença entre o excedente no equilíbrio com preço máximo e o excedente que havia no equilíbrio anterior à intervenção regulatória.

$$\Delta EP = \bar{p}FGH - p^{\circ}ABE = (\bar{p}IB'H + IFGB') - (p^{\circ}AI\bar{p} + \bar{p}IB'H + HB'BE) \quad .$$

Cortando termos simétricos e rearranjando, deduz-se

$$\Delta EP = IFGB' - p^{\circ}AI\bar{p} - HB'BE \quad . \quad (14)$$

O lado direito da equação (14) exprime uma diferença de áreas. O seu sinal é indeterminado. Isto prova a afirmação no parágrafo 328 de que o impacto do preço máximo no lucro do produtor monopolista é ambíguo.

**Calcule-se agora o impacto no Excedente dos Consumidores ( $\Delta EC$ ).** Também aqui se pretende apurar a diferença entre o novo equilíbrio e o equilíbrio inicial (o que não tinha preço máximo).

$$\Delta EC = A'F\bar{p} - A'Ap^{\circ} = (A'Ap^{\circ} + p^{\circ}AI\bar{p} + AFI) - A'Ap^{\circ} \quad .$$

Eliminados os termos simétricos, obtém-se a equação equivalente

$$\Delta EC = p^{\circ}AI\bar{p} + AFI \quad . \quad (15)$$

Neste caso, o lado direito da equação é a soma de duas áreas, um número inequivocamente positivo. Logo, o bem-estar dos consumidores melhora com a introdução do preço máximo.

**Finalmente, apure-se o impacto líquido da medida de política no bem-estar social ( $\Delta BES$ ).** Para começar, ignorem-se eventuais repercussões orçamentais da intervenção. A variação no BES é então dada pela soma dos excedentes de produtor e consumidores.

$$\Delta BES = \Delta EP + \Delta EC = (IFGB' - p^{\circ}AI\bar{p} - HB'BE) + (p^{\circ}AI\bar{p} + AFI) \quad .$$

Há termos simétricos a anular e mostra-se conveniente agregar o triângulo  $AFI$  ao retângulo  $IFGB'$ . Assim procedendo, obtém-se a expressão da figura geométrica (trapézio) que representa a variação líquida no bem-estar da sociedade composta pelos agentes que negociam o bem  $x$ :

$$\Delta BES = AFGB' - HB'BE \quad . \quad (16)$$

Ora a diferença de áreas das duas figuras geométricas no lado direito da equação (16) tem sinal indeterminado. Considere-se agora o interesse do resto da sociedade representada pelo valor do saldo orçamental do Estado. Terá o teto ao preço do bem  $x$  impacto induzido neste saldo? Com o lucro tributável a poder subir ou descer, o impacto do preço máximo na receita de IRC é ambíguo. Com a quantidade transacionada a subir e o preço a cair, o efeito sobre a receita de impostos indiretos do tipo *ad valorem* é também indeterminado. Só eventuais impostos que existam sobre a quantidade transacionada é que conhecerão um ganho de receita. Portanto, a agregação destes efeitos induzidos na  $\Delta BES$  não ajuda a determinar um sinal inequívoco para o impacto líquido do tabelamento de preços no bem-estar social.

**329. Os consumidores têm um ganho líquido de bem-estar e o impacto líquido sobre o bem-estar social tem sinal indeterminado.** O excedente dos consumidores do bem  $x$  aumenta, na magnitude da área do triângulo " $AFI$ ". Não se consegue provar que este triângulo é maior ou menor do que a  $\Delta EP$ . Por isso, a  $\Delta BES$  tem sinal ambíguo. Pode dar-se, porém, um passo mais e considerar os efeitos fiscais da alteração no equilíbrio deste mercado. Infelizmente, preço e quantidade variam em sentidos opostos, pelo que, em geral, não se sabe o sinal da variação no valor transacionado. Este conhecimento seria importante para um imposto "ad valorem" como o IVA. Se houver um outro imposto indireto, este sobre a quantidade transacionada, então a sua receita subiria e isso reforçaria a probabilidade de um impacto líquido positivo no  $BES$ . Como tudo pode acontecer ao sinal da variação no lucro, também nada se pode concluir quanto ao sinal de um eventual impacto no imposto sobre o rendimento das sociedades (IRC em Portugal). A Caixa 3 demonstra as afirmações neste parágrafo com uma análise algébrica mais detalhada.

**330. Ao contrário do resultado esperado do preço máximo em mercado concorrencial, o seu lançamento em contexto monopolista não incentiva a criação de um mercado clandestino.** Recorde-se que a razão daquele incentivo no mercado concorrencial é a escassez de produto ao preço de equilíbrio imposto pelo Estado. Aqui, em monopólio, produtor e consumidores convergem, ao preço  $\bar{p}$ , nas intenções de venda e compra do bem  $x$ . Logo, não se forma excesso de procura. Nenhuma das partes tem interesse em fugir desta situação.

**331. É importante notar que o preço máximo, nas duas estruturas de mercado, tem consequências negativas a prazo sobre a eficiência económica no caso de o lucro ser penalizado pelo preço máximo.** Acima mostrou-se que o efeito no lucro sinal negativo no caso concorrencial e sinal indeterminado no caso monopolista. Neste segundo caso, perante determinadas combinações de declives e nível de preço limite, o efeito pode ser mesmo negativo. Sendo-o, desincentiva a entrada de concorrentes no

mercado e o investimento da empresa incumbente em inovação. As curvas de custo da Figura 13 permanecerão durante muito tempo nas posições representadas. Esta perda dinâmica na eficiência fará todos os agentes perderem bem-estar, em termos líquidos, no médio e no longo prazos.

**332. Finalmente, a análise não ficaria completa sem um alerta sobre a capacidade da entidade regulatória manter, ao longo do tempo, a compatibilidade do preço máximo com a solvabilidade da empresa e a afetação eficiente.** A dificuldade decorre das inevitáveis mudanças no contexto económico deste mercado. As preferências dos consumidores mudam, a tecnologia evolui, podem surgir substitutos próximos para o bem  $x$  e tudo isto impacta na definição da quantidade socialmente ótima e na sustentabilidade económica da empresa monopolista. O acesso do regulador em tempo útil a informação relevante sobre estas mudanças tem um enorme custo. Ignorá-lo coloca em causa a validade dos resultados acima extraídos. Esta razão é suficientemente ponderosa para que se recomende uma vida tão breve a este instrumento quanto dure o combate à inflação.

**333. Finalmente, uma última advertência.** Como se explicou na Secção 6.1, a política económica deve abster-se de adotar medidas que tolham o tratamento natural contra a inflação: capacidade de os agentes económicos ajustarem o seu comportamento nos mercados de bens e serviços em face do encarecimento de fatores e produtos. Ora o estabelecimento do preço máximo para um bem que esteja a ser vítima dos choques macroeconómicos de cariz inflacionista é um travão a essa resposta imunitária da economia. Tornará mais penoso para todos o combate à inflação elevada.



## Anexo E: Evolução das taxas diretoras praticadas por BCE e FED

334. Apresentam-se neste anexo as taxas de juro diretoras do Banco Central Europeu (BCE) e da Reserva Federal dos Estados Unidos da América (*The Federal Reserve, FED*). Explicita-se o significado de cada uma e mostram-se os níveis verificados desde 1 de janeiro de 2008.

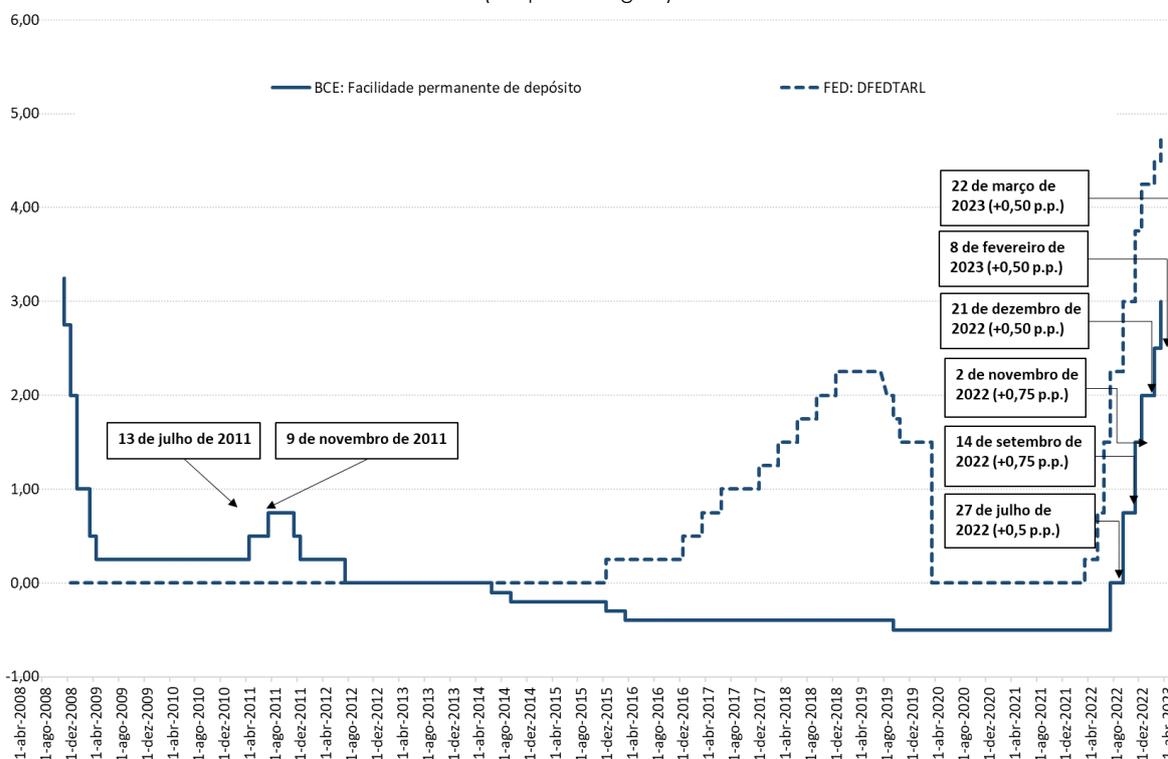
### — Banco Central Europeu

- **Facilidade permanente de depósito:** é a taxa de remuneração dos depósitos que os bancos comerciais podem constituir pelo prazo *overnight* junto do Eurossistema.
- **Operações principais de refinanciamento (leilões de taxa fixa):** é a taxa de juro paga pelos bancos comerciais sobre os créditos concedidos pelo Eurossistema ao abrigo das operações principais de refinanciamento (MRO, *Main Refinancing Operations*); fornecem a maior parte da liquidez ao sistema bancário.
- **Facilidade permanente de cedência marginal de liquidez:** é a taxa de juro a que os bancos podem obter liquidez pelo prazo *overnight* junto do Eurossistema.

### — Reserva Federal dos Estados Unidos

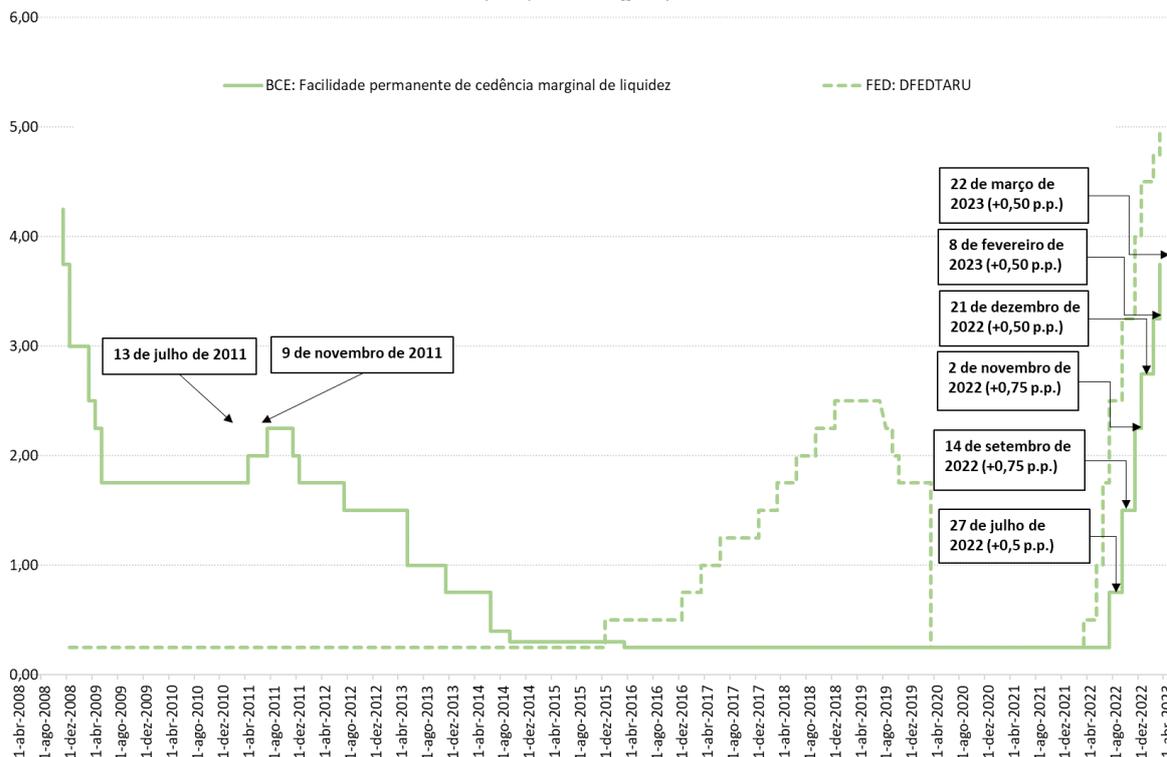
- **Federal Funds Target Range — Lower Limit (DFEDTARL):** representa o limite inferior do intervalo do “*federal funds target*”; corresponde à taxa que remunera o depósito das reservas em excesso de um banco comercial junto da Reserva Federal. A taxa é determinada pelo *Federal Open Market Committee*.
- **Federal Funds Target Range — Upper Limit (DFEDTARU):** representa o limite superior do intervalo do “*federal funds target*”; corresponde à taxa marginal de obtenção de liquidez (crédito) por parte de um banco comercial na Reserva Federal. A taxa é determinada pelo *Federal Open Market Committee*.

**Gráfico 30 – Evolução das taxas diretoras:  
BCE (Facilidade permanente de depósito) versus FED (DFEDTARL)**  
(em percentagem)



Fontes: Federal Reserve Bank of St. Louis: [Federal Funds Target Range - Lower Limit \(DFEDTARL\) | FRED | St. Louis Fed \(stlouisfed.org\)](https://www.fred.stlouisfed.org/), consultado em 23 de março de 2023 e tratamento da UTAO. BCE, [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html) consultado em 23 de março de 2023. | Nota: o gráfico ilustra as datas em que as alterações às taxas diretoras do BCE se tomaram efetivas.

**Gráfico 31 – Evolução das taxas diretoras: BCE (Facilidade permanente de cedência marginal de liquidez) versus FED (DFEDTARU)**  
(em percentagem)



Fontes: Federal Reserve Bank of St. Louis: [Federal Funds Target Range - Upper Limit \(DFEDTARU\) | FRED | St. Louis Fed \(stlouisfed.org\)](https://fred.stlouisfed.org/), compulsado em 23 de março de 2023, BCE, [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html) compulsado em 23 de março de 2023. Tratamento da UTAO | Nota: o gráfico ilustra as datas em que as alterações às taxas diretoras do BCE se tornaram efetivas.





## UTAO | UNIDADE TÉCNICA DE APOIO ORÇAMENTAL

AV. DOM CARLOS I, N.º 128 A 132 | 1200-651 LISBOA, PORTUGAL

[https://www.parlamento.pt/OrcamentoEstado/Paginas/UTAO\\_UnidadeTecnicaApoioOrcamental.aspx](https://www.parlamento.pt/OrcamentoEstado/Paginas/UTAO_UnidadeTecnicaApoioOrcamental.aspx)<https://www.parlamento.pt/sites/COM/XIVLeg/5COF/Paginas/utao.aspx>