

FES.

FEVEREIRO LETTERS SWEET MUSIC ECONOMICS SOCIETY



NESTA EDIÇÃO:

OPORTUNIDADE PERDIDA

O BCE E A CRISE DE 2008: O CUSTO DA CAUTELA

MECANISMO DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA

FLEXIBILIZAÇÃO LABORAL: UM CONTRATO COM O CRESCIMENTO?

ECONOMIA & HISTÓRIA - O HOMEM QUE FALIU O BANCO CENTRAL INGLÊS

CONCEITO ECONÓMICO - PRODUTIVIDADE MARGINAL DO TRABALHO

SUGESTÃO DE LEITURA - A ORIGEM DA FAMÍLIA, DA PROPRIEDADE PRIVADA E DO ESTADO

ACONTECIMENTOS DO MÊS



FES
FEP
ECONOMICS
SOCIETY

@FEPECONOMICSOCIETY

FOLLOW US AT:

INSTAGRAM
@FEPECONOMICSOCIETY
TIKTOK
@FEPECONOMICSOCIETY
LINKEDIN
@FEP ECONOMICS SOCIETY

@FEPECONOMICSOCIETY

FEVEREIRO
2026
VOL. XXIII

@FEPECONOMICSOCIETY

EM MEMÓRIA DA
NOSSA QUERIDA
SS

OPORTUNIDADE PERDIDA

Nos primeiros 20 anos deste século, o país esteve basicamente estagnado, atrasando-se em relação a quase todos os países da coesão. Foi mesmo ultrapassado por alguns. A primeira responsabilidade deste atraso é, evidentemente, das decisões políticas que foram tomadas, mas também existiram condicionantes macroeconómicas desafiantes para um país como Portugal. Com a entrada no Euro, o alargamento da União Europeia e o crescimento dos países asiáticos no comércio internacional, Portugal precisou de passar por um período de transição complexo que os políticos com falta de visão não foram capazes de antecipar.

Hoje não há essa desculpa. Há muito tempo que o contexto internacional não era tão positivo para Portugal como é hoje. Num mundo marcado pela incerteza geopolítica, por choques tecnológicos sucessivos e por uma reorganização profunda das cadeias de valor globais, Portugal encontra-se inesperadamente bem posicionado. Não por obra de grandes reformas internas, infelizmente, mas porque os ventos do mundo, por uma rara coincidência histórica, sopram na nossa direcção. A pandemia deu um empurrão ao teletrabalho e à transformação do mercado global de talento. Pela primeira vez na história económica moderna, a geografia deixou de ser uma barreira determinante para muitas das profissões mais qualificadas. Empresas americanas, europeias e de várias outras regiões já perceberam que podem contratar em qualquer lugar do mundo desde que encontrem competências, estabilidade e qualidade de vida. Podendo trabalhar em qualquer lado, não surpreende que muitos dos melhores talentos prefiram fazê-lo num país seguro, com bom tempo e com um custo de vida relativamente baixo. Nunca até agora se imaginaria Portugal como um “exportador” de trabalho qualificado sem que os portugueses tivessem de emigrar. Agora sim.

Depois temos a geopolítica. A guerra na Ucrânia, trágica e devastadora, alterou profundamente a percepção de risco na Europa. Países mais próximos do conflito, apesar de economicamente mais robustos, enfrentam hoje uma incerteza estrutural que não desaparecerá tão cedo, dando uma (imerecida e injusta) vantagem competitiva a Portugal. Portugal é um país dentro da União Europeia e da NATO, afastado das frentes de conflito, com estabilidade territorial e institucional.



CARLOS GUIMARÃES PINTO

DEPUTADO DA ASSEMBLEIA DA REPÚBLICA
E EX-PRESIDENTE DA INICIATIVA LIBERAL

Temos também a transição energética, tantas vezes tratada entre nós com desconfiança ou com um moralismo burocrático, mas que abre oportunidades extraordinárias para países com sol, vento e mar. Portugal tem um potencial renovável que muitos países europeus invejam. A Europa quer reduzir dependências externas, diversificar fontes de energia e criar capacidade própria. Portugal podia ser uma das plataformas dessa estratégia, atraindo indústria limpa, centros de dados alimentados por energias renováveis e novas cadeias industriais ligadas à mobilidade eléctrica. Temos ainda o crescimento do turismo a nível global que beneficia os países mais aptos a beneficiar desse crescimento como Portugal.

Nunca tivemos, desde a nossa adesão à União Europeia, um alinhamento tão favorável de factores externos. É difícil imaginar circunstâncias mais propícias para dar um salto de modernização e crescimento sustentado. E, no entanto, o mais frustrante é sentirmos que esta oportunidade passará ao lado. O governo parece satisfeito em aproveitar os ventos favoráveis. As duas principais oposições parecem satisfeitas em prometer essencialmente mais do mesmo em termos de política económica, com pequenas variações cosméticas. Há uma espécie de conformismo estrutural: “Se as coisas estão a correr razoavelmente bem, para quê arriscar?”. A economia cresce, ainda que menos do que podia; o desemprego mantém-se baixo; entra dinheiro; vão chegando manchetes confortáveis. O país vai andando quando podia estar a correr para saltar para o pelotão da frente.

Mudar é arriscado. Reformar exige coragem política. Significa enfrentar interesses

hhhhhhhh

instalados, contrariar grupos organizados, desafiar estruturas que aprenderam a viver da estagnação. Significa admitir que o que temos não chega, que podemos ser mais do que uma economia simpática, de baixos salários com boa qualidade de vida. E sim, mudar traz a possibilidade de perder eleições. Com ciclos políticos curtos, o eleitoralismo está sempre presente e qualquer reforma com custos de curto prazo é ignorada por muitos benefícios que traga no longo prazo. Mas não mudar é pior. Mudar traz o risco de perder eleições. Não mudar traz a certeza de perder as próximas gerações.

Cada ano que Portugal desperdiça sem aproveitar o contexto internacional favorável é um ano em que jovens qualificados continuam a sair porque encontram lá fora aquilo que aqui ainda não lhes queremos dar: ambição, oportunidades, salários, exigência. É um ano em que empresas portuguesas ficam pequenas quando podiam crescer, em que o Estado continua pesado onde devia ser leve e frágil onde devia ser forte, em que preferimos administrar o país em vez de o transformar. É um ano em que olhamos para trás e concluímos que outra vez deixamos passar a oportunidade.

Portugal não precisa que o mundo mude para nos salvar. O mundo já mudou a nosso favor. O que falta agora é vontade política, visão estratégica e, sobretudo, a coragem de decidir que queremos ser melhores do que somos. Porque o verdadeiro risco não está em tentar reformar e falhar. O verdadeiro risco está em não tentar e condenar o país a continuar preso à mediocridade confortável. Podemos perder eleições ao mudar. Mas se não mudarmos, perderemos algo muito mais valioso: o futuro.

O BCE E A CRISE DE 2008:

O CUSTO DA CAUTELA



ESCRITO POR
AFONSO AZEVEDO

A crise financeira de 2008 foi um ponto de viragem para a economia global, expondo fragilidades estruturais nos mercados financeiros e nas políticas económicas de várias regiões. Durante anos, o crescimento económico e a expansão do crédito pareciam sólidos, mas por trás desta aparente estabilidade acumulavam-se riscos que poucos previam. A bolha imobiliária nos Estados Unidos, a complexidade dos produtos financeiros e a interligação entre bancos e mercados globais criaram um cenário em que a instabilidade local podia rapidamente transformar-se numa crise internacional.

A conjuntura favorável à origem desta crise começou a formar-se nos anos anteriores, num ambiente marcado por políticas monetárias expansionistas, em particular nos Estados Unidos, que procuravam dinamizar a economia após o abrandamento do início da década. Estas condições favoreceram uma rápida expansão do crédito, com especial incidência no mercado imobiliário. Os preços dos imóveis subiram de forma acentuada, num contexto em que o acesso ao financiamento se tornou cada vez mais fácil, incluindo para pessoas com elevado risco de incumprimento. Muitos destes empréstimos foram posteriormente agregados e transformados em produtos financeiros que, apesar do risco subjacente, eram apresentados como relativamente seguros e vendidos a investidores institucionais em larga escala. [1]

À medida que as taxas de incumprimento começaram a aumentar, tornou-se evidente a fragilidade destes ativos e a verdadeira dimensão das perdas potenciais. Várias instituições financeiras fortemente expostas a este tipo de produtos entraram em dificuldades, algumas das quais acabaram por declarar falência. A incerteza generalizada quanto às exposições reais dos bancos levou a uma quebra acentuada da confiança no sistema financeiro, traduzida numa forte contração da atividade no mercado interbancário. [2]

Este processo atingiu o seu ponto crítico com a falência do banco de investimento Lehman Brothers, em setembro de 2008, um acontecimento que marcou simbolicamente a transformação de uma crise financeira em sentido estrito numa crise económica global. Seguiu-se uma queda abrupta dos mercados financeiros e uma recessão profunda que afetou economias em todo o mundo, colocando desafios sem precedentes às autoridades monetárias, em particular ao Banco Central Europeu. [2]

Apesar da amplitude e sofisticação das medidas adotadas pelo Banco Central Europeu ao longo da crise financeira, o principal problema da resposta europeia não residiu tanto na escolha dos instrumentos, mas no momento da sua utilização. Em contextos de crise sistémica, o fator temporal

[1] - Singh, M. (2025, November 25). *The 2008 financial crisis explained*. Investopedia.
<https://www.investopedia.com/articles/economics/09/financial-crisis-review.asp>

[2] - Trichet, J.-C. (2012). Welcome Address. In *Lessons for Financial Stability and Monetary Policy* (pp. 7-11). European Central Bank (ECB).
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/greatfinancialcrisissecbcolloquiumpapademos201206en.pdf>

assume um papel determinante: atrasos relativamente curtos podem amplificar choques, deteriorar expectativas e transformar problemas de liquidez em crises de solvência persistentes. [3]

Verificou-se uma inércia inicial na resposta do BCE, explicável em grande medida pelo seu enquadramento institucional e pelo peso atribuído à estabilidade de preços, mesmo num contexto marcado por fortes pressões deflacionistas. Embora a função de reação do BCE tenha sofrido alterações após a falência do Lehman Brothers, estas mudanças foram graduais, refletindo uma abordagem cautelosa face à utilização de instrumentos não convencionais. Esta prudência contrastou com a resposta mais rápida e agressiva de outros bancos centrais das principais economias avançadas. [4]

Nos Estados Unidos, a Federal Reserve adotou, desde fases muito iniciais da crise, uma estratégia que combinou reduções rápidas das taxas de juro com medidas não convencionais de grande escala. Ainda em 2008, o Fed iniciou programas de compra de ativos (quantitative easing), expandindo significativamente o seu balanço e sinalizando de forma inequívoca o seu compromisso com a estabilização financeira e macroeconómica. Estas intervenções tiveram um papel central na restauração da confiança e na redução dos prémios de risco, bem como na contenção dos efeitos recessivos da crise. [3]

De forma semelhante, o Bank of England avançou rapidamente para uma política monetária fortemente acomodatória, reconhecendo explicitamente que, numa situação de colapso do sistema financeiro, a distinção tradicional entre política monetária e estabilidade financeira se tornava artificial. A adoção precoce de programas de compra de ativos e uma comunicação clara quanto à duração e ao alcance das medidas contribuíram para uma recuperação relativamente mais rápida do crédito e da atividade económica no Reino Unido, quando comparada com a área do euro. [3]



[3] - Fischer, S. (2021). *Comparing the Monetary Policy Responses of Major Central Banks to the Great Financial Crisis and the COVID-19 Pandemic*. <https://mitsloan.mit.edu/sites/default/files/2022-01/Monetary-Policy-Research-Paper-Stanley-Fischer-Nov2021.pdf>

[4] - Gerlach, S., & Lewis, J. (2014). ECB reaction functions and the crisis of 2008 [Article]. *International Journal of Central Banking*, 10(1), 137-157. <https://www.scopus.com/inward/record.uri?eid=2-s2.0-84897595135&partnerID=40&md5=d8f7e65b99871af30c90f60558860609>

[5] - De Grauwe, P. (2012). The governance of a fragile Eurozone. *Australian Economic Review*, 45(3), 255-268. <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/ful/10.1111/j.1467-8462.2012.00691.x>

Em contraste, o BCE manteve durante mais tempo uma separação conceptual entre política monetária convencional e medidas destinadas a corrigir disfunções nos mercados financeiros. Esta abordagem revelou-se particularmente problemática numa união monetária incompleta, onde a ausência de um verdadeiro ativo seguro comum e de um credor de último recurso para a dívida soberana expôs os Estados-Membros a dinâmicas autoalimentadas de instabilidade. A demora em assumir esse papel, ainda que implicitamente, contribuiu para o agravamento da fragmentação financeira e para o reforço do chamado bank-sovereign doom loop. [5]

As consequências deste atraso são visíveis em vários indicadores. A transmissão da política monetária permaneceu profundamente assimétrica, com condições de financiamento a divergir acentuadamente entre países centrais e periféricos, apesar de uma orientação monetária comum. Durante este período, choques de política monetária tiveram efeitos muito diferentes entre economias da área do euro, refletindo o colapso do canal bancário em países sob maior pressão soberana. [6]

Importa sublinhar que esta crítica ao timing da resposta do BCE não implica ignorar as restrições institucionais e políticas a que o banco central estava sujeito. Ao contrário da Federal Reserve ou do Bank of England, o BCE operava num contexto de soberanias fiscais múltiplas e com um mandato mais restritivo. No entanto, como a experiência posterior demonstraria, a credibilidade e a eficácia da política monetária dependem, em última análise, da capacidade de agir de forma decisiva quando a estabilidade do sistema está em causa. [6]

Em suma, a crise financeira de 2008 evidenciou que, numa união monetária, a velocidade da intervenção pode ser tão importante quanto o desenho das medidas adotadas. A hesitação inicial do BCE contribuiu para prolongar a recessão, aprofundar divergências entre Estados-Membros e aumentar os custos económicos e sociais do ajustamento. A comparação internacional sugere que uma resposta mais célere e assertiva poderia ter mitigado parte destes efeitos, uma lição que viria a moldar de forma decisiva a atuação do BCE em crises posteriores.



[6] - Cour-Thimann, P., & Winkler, B. (2013). The ECB's non-standard monetary policy measures: The role of institutional factors and financial structure [Article]. Oxford Review of Economic Policy, 28(4), 765-803. <https://doi.org/10.1093/oxrep/grs038>

MECANISMO DE TRANSMISSÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA



ESCRITO POR
LUÍS ADRIANO
GONÇALVES

O Mecanismo de Transmissão da Política Monetária designa o complexo processo através do qual as decisões tomadas por um banco central, como a alteração das taxas de juro diretoras, se propagam pela economia e acabam por influenciar a inflação, o produto (PIB) e o emprego. O mecanismo, visto por vários economistas como uma "caixa negra", não é imediato nem mecânico, estando sujeito, como definiu Friedman, a desfasamentos longos e variáveis. [1] Em termos simples, quando uma autoridade monetária "carrega no travão" ou "acelera", o "carro" da economia não responde instantaneamente, devido à inércia dos contratos, à lenta formação de expectativas e à rigidez dos preços.



A visão económica tradicional (modelos IS-TR) foca a política monetária na alteração da taxa de juro (preço do dinheiro). Este mecanismo de transmissão baseia-se na rigidez dos preços no curto prazo. Quando um banco central altera a taxa nominal de curto prazo, a lentidão

no ajuste dos preços e expectativas de inflação implica uma variação na taxa de juro real.

Esta variação é crucial, pois influencia o consumo e investimento. Uma política expansionista (redução da taxa diretora) baixa a taxa real. Para as empresas, isto reduz o custo do capital, incentivando o investimento, segundo a teoria neoclássica. Para as famílias, a taxa mais baixa desincentiva a poupança e estimula o consumo presente, especialmente de bens financiados a crédito. Este aumento no investimento e consumo impulsiona a procura agregada, elevando o PIB e, eventualmente, os preços. É vital que a política monetária influencie também as taxas de longo prazo, relevantes para estas decisões, o que depende das expectativas do mercado.

Para além das taxas de juro, a política monetária influencia a economia através de canais relacionados com o preço dos ativos. Estes incluem a Taxa de Câmbio (em economias abertas, a redução das taxas de juro desvaloriza a moeda, impulsionando exportações), o Canal do Preço das Ações (o aumento do preço das ações, refletido no q de Tobin, incentiva as empresas a financiar investimentos) e o Efeito Riqueza (a valorização de ativos financeiros e imobiliários aumenta a riqueza percebida das famílias, estimulando o consumo agregado).

[1] Friedman, M., "The Lag in Effect of Monetary Policy", Journal of Political Economy, 1961.
<https://ideas.repec.org/a/ucp/jpol/ec/v69y1961p447.html>.

O Canal do Crédito, proposto por Bernanke e Gertler (1995), postula que as imperfeições de mercado, como a assimetria de informação, amplificam o impacto da política monetária através da disponibilidade e condições do crédito. [2] Este opera em dois subcanais: o Canal do Empréstimo Bancário, onde uma política restritiva drena as reservas bancárias, e o Canal do Balanço, onde a política restritiva deteriora a saúde financeira dos mutuários e sócios de empresas, elevando o Prémio de Financiamento Externo e desincentivando o investimento e o consumo.

Como referido anteriormente, a política monetária opera com desfasamentos (*lags*) longos e variáveis, divididos em interno e externo.[3] O desfasamento interno representa o tempo entre o choque económico e a implementação da política, abrangendo o reconhecimento do problema e o tempo de decisão e execução. O desfasamento externo, mais crítico, é o tempo entre a ação política e o seu impacto máximo na economia real, sendo mais demorado no combate à inflação do que no estímulo ao crescimento.

A inércia inerente à economia exige que os bancos centrais atuem de forma preventiva, antecipando os efeitos das suas políticas. [4] Atrasar a intervenção ou subestimar a importância destes desfasamentos temporais

pode levar a um aumento da instabilidade, resultando em políticas monetárias desajustadas. A Crise Financeira de 2008 ilustrou a fragilidade do mecanismo tradicional de transmissão.[5] Atingir o Limite Inferior Zero (Zero Lower Bound - ZLB) esgotou a eficácia dos cortes na taxa diretora, forçando a adoção de medidas não convencionais como o Quantitative Easing (QE). Este episódio sublinhou que a estabilidade financeira é uma condição *sine qua non* para que a política monetária possa operar eficazmente.

Hoje, face à digitalização do sistema financeiro e à emergência de novos intermediários, continua a reavaliação da tradicional "correia de transmissão" bancária. Esta transformação exige que as autoridades monetárias adaptem os seus instrumentos para garantir a relevância e a capacidade de resposta às novas dinâmicas do mercado.



[2] Bernanke, B. S., & Gertler, M., "Inside the Black Box: The Credit Channel of Monetary Policy Transmission", Journal of Economic Perspectives, 1995. https://www.nber.org/system/files/working_papers/w5146/w5146.pdf.

[3] Policy lags - AmosWEB is Economics: Encyclonomic WEBpedia. https://www.amosweb.com/cgi-bin/awb_nav.pl?s=wpd&c=dsp&k=policy+lags. Acesso em 14 de janeiro de 2026.

[4] Banco de Portugal, *Mecanismos de transmissão da política monetária*, Boletim Económico, 2005.

[5] Federal Reserve Bank of San Francisco, *Libor-OIS Spread and the Financial Crisis*, Economic Letter, 2009. <https://www.frbsf.org/research-and-insights/publications/economic-letter/2009/01/libor-financial-crisis/>.

FLEXIBILIZAÇÃO LABORAL: UM CONTRATO COM O CRESCIMENTO?



ESCRITO POR
JOÃO BARROS

Na Europa contemporânea, medidas de desregulação laboral gradualmente foram-se incorporando nas medidas económicas governamentais, com o intuito de procurar assegurar um crescimento duradouro e frutífero. Não obstante, Portugal chegou tardiamente a esta conversa, apresentando apenas, ultimamente, alguma intenção de convergência neste aspeto com os restantes países do velho continente. Tendo como justificação a reformulação dos entraves definidos por um código de trabalho considerado denso e complexo, essas reformas visam, sobretudo, reformular as dinâmicas contratuais, simplificar despedimentos, ampliar a terceirização e restringir negociações coletivas a nível empresarial.

Estas perspetivas são alicerçadas por pressupostos microeconómicos neoclássicos que salientam a relevância de tais medidas. Este grupo de pensamento enfatiza a regulação mínima e maior facilidade de despedimentos como fulcrais para incentivar o desenvolvimento económico. Por esta ótica, elevadas taxas de desemprego correspondem ao culminar de um clima económico marcado por ineficiência estrutural, resultante da rigidez definida pelo intervencionismo estatal, no mercado laboral. Tais fricções de mercado não permitem um ajustamento salarial de acordo com a produtividade local, podendo originar

benefícios exacerbados para determinados setores, resultantes de salários inflexíveis, simultaneamente promovendo a mitigação de mobilidade e de incentivos ao trabalho.

O acréscimo da flexibilidade neste contexto é, também, academicamente discutida como um instrumento promotor de uma mais eficiente reafecção de trabalho e capital, de acordo com as necessidades de mercado, permitindo assegurar um mercado mais versátil e sensível a alterações de preferências [1]. Com esta constante renovação cria-se um clima propício à inovação e empreendedorismo, podendo eventualmente ser um poderoso motor de crescimento. Segundo os economistas Blanchard e Giavazzi (2003) e Potrafke (2010), a aplicação de tais medidas “criam mercados de trabalho mais dinâmicos e competitivos” [2], porém também origina certas preocupações sociais, nomeadamente, segundo certos críticos, uma superlativa flexibilização pode originar setores precarizantes e uma convicção recorrente de insegurança, resultante da acomodação de choques económicos.

O paradigma consolidado desta visão, representativo de um encadeamento lógico inequivocamente plausível, é muitas vezes avaliado como um certo ceticismo por várias figuras académicas e, mais recorrentemente, por grupos sindicais. As primeiras

[1] - Blanchard, O., & Giavazzi, F. (2003). Macroeconomic effects of regulation and deregulation in goods and labor markets. *The Quarterly Journal of Economics*, 118(3), 879–907. <https://doi.org/10.1162/00335530360698407>

[2] - Potrafke, N. (2010). Labor market deregulation and economic growth: Evidence from OECD countries. *Journal of Policy Modeling*, 32(4), 522–538. <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2010.06.004>

questionam-se relativamente ao facto do suposto efeito cataclísmico infalível não ser verificado na sua íntegra, de acordo com a realidade empírica. Uma vez que, segundo uma análise que cobriu países desenvolvidos de 1995 a 2022, variáveis como investimento privado e nível inicial de rendimento apresentavam-se significativas para a finalidade do crescimento real per capita, ao passo que as medidas laborais apresentavam um papel marginal na prossecução desta finalidade. Portanto, nestes pressupostos, o seu efeito pode ser tido como modesto e prescindível [3].

As comunidades sindicais, por outro lado, oferecem uma inércia perante estas medidas conjunturais adotando um desígnio mais ideológico, porventura não se sustentando do mesmo grau de rigor científico. O argumento usualmente apresentado sublinha os impactos destas medidas transformativas no bem-estar coletivo dos trabalhadores, considerando a atipicidade de tais medidas como um ultraje ao progresso civilizacional, símbolo de retrocesso das históricas vitórias dos trabalhadores em relação à precariedade laboral.

Ainda que a perspetiva pública disseminada possa infundir clamor e pavor, a histórica, contrariamente à anterior, tende a descrever uma perspetiva não tão medonha e fatalista. Por sinal, medidas similares às apresentadas pelo XXIV Governo Constitucional já foram aplicadas em outros países da Zona Euro. Na Alemanha, as reformas Hartz aplicadas entre 2003 e 2005 são fortemente associadas na literatura económica a um período de elevada estimulação e eficiência económica, sendo estas distintivas pelo seu conhecido impacto



nas taxas de desemprego. Este pacote de reformas ambicioso impulsionou uma economia alemã em perceptíveis dificuldades e estagnação para uma atmosfera de estabilidade e de crescimento, registando uma diminuição da sua taxa de desemprego de, aproximadamente, 11% para apenas 5% no reduzido espaço de 2 anos [4].

Por conseguinte, em termos contratuais, a Alemanha apresentou uma clivagem substancial do seu modelo contratual tradicional. Estas medidas permitiram a expansão de postos de trabalho temporários, ampliando a participação e representação de setores sociais menos empregados. Jovens em formação e trabalhadores seniores foram os que mais beneficiaram com uma estrutura contratual mais diversa, graças à introdução de maior desagregação contratual, esta possibilitando uma expansão das possibilidades de negociação para estes grupos, fomentando a sua empregabilidade.

[3] - Boeri, T., & Garibaldi, P. (2007). Two tier reforms of employment protection: A honeymoon effect? The Economic Journal, 117(521), F357–F385. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.2007.02060.x>

Esta reforma, em última instância, foi responsável por originar mais de 2.5 milhões de postos de trabalho até 2012, modelando assim o mercado laboral alemão para ser mais adaptável a ciclos económicos à custa de proteção social[4].

Não é preciso percorrer uma distância longínqua para evidenciar a aplicação de medidas análogas. Em Espanha, as reformas de 2012 de âmbito laboral foram emblemáticas para demonstrar a fiabilidade de tais medidas. Segundo estudos da OCDE, a reforma originou cerca de 25.000 novos contratos permanentes por mês, especialmente em pequenas e médias empresas, fruto de uma maior mobilidade que permitiu uma transição mais facilitada de desempregados para os novos postos de trabalho. Segundo o mesmo estudo, é estimado que a implementação de tais providências originou um aumento de produtividade de 0.25 pontos percentuais por ano no setor empresarial. Tais conclusões permitem deduzir que o impacto destas medidas poderá apresentar versatilidade, não se limitando exclusivamente ao trabalho efémero e abrangendo toda a esfera económica [5] [6].

Em termos agregados, outro indicador que reforça a legitimidade das medidas de desregulação é a empregabilidade e taxa de atividade na zona euro. Esta, registou um recorde histórico de trabalhadores empregados, juntamente com uma taxa de

desemprego média de apenas 6.3%, mínima em décadas, devido à criação líquida de diversos postos de trabalho.

Diversos relatórios refletem que esta evolução se deveu em parte às reformas laborais dos países membros, impulsionados pelo plano NextGen EU. Em outros termos, existe uma clara compatibilização entre teoria microeconómica e a análise agregada macroeconómica[7].

Em suma, a compreensão deste instrumento na sua plenitude requer uma análise concisa e rigorosa. O crescimento económico não é garantido, exclusivamente, por estas medidas. Estas podem ser analisadas como suplementares e coadjuvantes para alcançar uma prosperidade presente e futura, permitindo estimular a dispersão tecnológica e aplicando mais homogeneamente os recursos disponíveis. Por isso, um pacote laboral como este deve ser analisado à ótica de um investimento futuro, ao qual Portugal poderá usufruir de uma convergência à sua máxima capacidade produtiva.



[4] - Schnabel, C. (2016). United, yet apart? A note on persistent labour market differences between Western and Eastern Germany. *German Economic Review*, 17(2), 161–173. <https://doi.org/10.1111/geer.12096>

[5] - Dolado, J. J., García-Serrano, C., & Jimeno, J. F. (2002). Drawing lessons from the boom of temporary jobs in Spain. *The Economic Journal*, 112(480), F270–F295. <https://doi.org/10.1111/1468-0297.00043>

[6] - OECD. (2012). *OECD Economic Surveys: Spain 2012*. OECD Publishing. https://doi.org/10.1787/eco_surveys-esp-2012-en

[7] - OECD. (2023). *OECD Economic Outlook, Volume 2023 Issue 2*. OECD Publishing. https://doi.org/10.1787/eco_outlook-v2023-2-en

ECONOMIA & HISTÓRIA



ESCRITO POR
HUGO BASTOS

O HOMEM QUE FALIU O BANCO CENTRAL INGLÊS

A 16 de setembro de 1992, o Banco de Inglaterra saiu do Mecanismo Europeu de Taxas de Câmbio (ERM), após uma guerra financeira aberta conduzida por short sellers contra a libra esterlina. Durante este episódio, a tentativa de defesa da moeda por parte do Banco Central custou mais de 3,3 mil milhões de libras, em reservas e operações de mercado¹. Entre os vários operadores, o investidor húngaro George Soros destacou-se pela dimensão e agressividade da posição vendedora, ficando associado a um dos episódios mais marcantes da história financeira moderna.

Para melhor compreender os acontecimentos que conduziram a este desfecho, é necessário recuar e enquadrar o contexto europeu do pós-guerra. Desde a criação da Comunidade Europeia do Carvão e do Aço até à consolidação da Comunidade Económica Europeia, as principais economias europeias procuraram reconstrução, integração e estabilidade macroeconómica, assentes na doutrina de que a interdependência económica reduziria o risco de novos conflitos. Progressivamente, a ideia de uma moeda comum ganhou força, não apenas como instrumento para reduzir custos de transação e eliminar o risco cambial, mas também como mecanismo de aprofundamento da integração económica e política que se almejava.

Nesse contexto, em 1979 foi criado o ERM (Exchange Rate Mechanism). O sistema estabelecia paridades centrais entre as moedas participantes, expressas através do ECU (European Currency Unit). Formalmente, tratava-se de um sistema simétrico de taxas de câmbio semi-fixas, com bandas de flutuação entre os $\pm 2,25\%$ e os $\pm 6\%$ ³, dependendo das economias. Na prática, porém, exigia intervenções frequentes dos bancos centrais e ajustamentos das taxas de juro nacionais para manter as moedas dentro das bandas acordadas, limitando significativamente a autonomia da política monetária.

Desde cedo, o ERM revelou uma fragilidade estrutural. Isto porque a política monetária alemã, conduzida pelo Bundesbank e orientada para o controlo da inflação, tornou-se a referência implícita do sistema⁴. Desta forma, o seu funcionamento passou a depender da capacidade de os países periféricos importarem a credibilidade económica alemã e alinharem as suas políticas com as do Bundesbank, independentemente das suas condições macroeconómicas internas.

No final da década de 1980 e início dos anos 1990, um período de relativa estabilidade cambial, reforçou a perceção de que uma

união monetária era viável. Essa convicção foi formalizada com o acordo político alcançado em Maastricht em 1991, que precedeu o Tratado de Maastricht (1992)⁵, que definiu o caminho institucional para a criação do euro. O ERM foi então reinterpretado como um mecanismo de convergência nominal e de redução da volatilidade cambial, destinado a disciplinar políticas económicas nacionais e a alinhar inflação e taxas de juro.

O Reino Unido aderiu tardiamente ao ERM, em 1990, num contexto macroeconómico particularmente desfavorável. A economia britânica enfrentava inflação elevada, em grande parte resultante do boom do crédito e do mercado imobiliário do final da década de 1980, e taxas de juro muito altas, próximas de 14%. A adesão ao ERM foi encarada em Londres como um instrumento de disciplina externa e de estabilização da libra, ao vinculá-la a uma moeda estruturalmente mais forte. No entanto, essa decisão expôs o país às fragilidades centrais do sistema, e a necessidade de manter juros elevados para defender a paridade cambial colidiu diretamente com uma economia em desaceleração e um mercado imobiliário em colapso.

Na prática, a estratégia revelou-se insustentável. O Reino Unido ficou obrigado a manter a libra dentro de uma banda de cerca de 6% face ao marco alemão, apesar de apresentar inflação significativamente superior à alemã e uma economia a entrar em recessão. As elevadas taxas de juro, necessárias para defender a paridade, aprofundavam a contração económica, enquanto reduções de

juros, desejáveis internamente, eram incompatíveis com as regras do ERM.

Dada a perda parcial de autonomia monetária, o Banco de Inglaterra recorreu sistematicamente à intervenção cambial, vendendo reservas de divisas por libras de modo a sustentar a taxa de câmbio. Essas intervenções iam contra as forças fundamentais da economia, que exigiam desvalorização e maior liquidez, sinalizando com clareza ao mercado o dilema estrutural entre fundamentos macroeconómicos e o compromisso cambial.

Foi neste contexto que os short sellers intensificaram as apostas contra a libra. Ao mesmo tempo, a reunificação alemã, após a queda do Muro de Berlim, havia gerado pressões inflacionistas internas, levando a Alemanha a manter taxas de juro elevadas, o que reforçava o carácter restritivo da política monetária implícita no ERM. Neste enquadramento, a 15 de setembro de 1992, o presidente do Bundesbank declarou ao Wall Street Journal que um realinhamento cambial na Europa era provável, sugerindo que várias moedas, incluindo a libra, se encontravam sobrevalorizadas. A declaração funcionou como validação pública de um desequilíbrio já visível e foi reconhecida como o ponto de rutura.

No dia seguinte, conhecido como a “Quarta-feira Negra”, os mercados cambiais transformaram-se num confronto direto entre investidores e autoridades monetárias. Desde as primeiras horas, posições vendedoras massivas começaram a pressionar a libra

esterlina, com George Soros e o seu Quantum Fund a liderarem a ofensiva. A lógica era simples: cada libra vendida obrigava o Banco de Inglaterra a intervir, consumindo reservas finitas para defender um compromisso cada vez menos credível.

Ao longo do dia, o banco central respondeu com intervenções sucessivas no mercado cambial e anúncios extraordinários de aumentos das taxas de juro, primeiro para 12% e, finalmente, para 15%, numa tentativa falhada de travar a fuga de capitais. Longe de restaurarem confiança, sinalizaram desespero e reforçaram a convicção do mercado.

Ao final da tarde, o banco central capitulou, e o governo britânico anunciou a saída do ERM e permitiu a flutuação da moeda, que desvalorizou de imediato. Soros registou ganhos estimados em cerca de mil milhões de dólares, numa aposta total de 10 mil milhões, consolidando a reputação como “o homem que faliu o Banco de Inglaterra”.



[1] The Guardian. (1992, September 17). September 17 1992: Pound drops out of ERM. The Guardian.

<https://www.theguardian.com/business/1992/sep/17/emu.theeuro>

[2] Council of the European Communities. (1978). Resolution of the European Council of 5 December 1978 on the establishment of the European Monetary System (EMS) and related matters.

https://www.consilium.europa.eu/media/20762/bruxelles_december_1978_eng_.pdf

[3] Bank of England. (1990). The exchange rate mechanism of the European Monetary System. Quarterly Bulletin.

<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/quarterly-bulletin/1990/the-exchange-rate-mechanism-of-the-european-monetary-system.pdf>

[4] Council of the European Communities. (1991). Conclusions of the Presidency: European Council meeting in Maastricht, 9–10 December 1991.

https://www.consilium.europa.eu/media/20492/1991_december_-_maastricht_p_.pdf

[5] Eichengreen, B., & Naef, A. (2020). Imported or home grown? The 1992–93 EMS crisis (Banque de France Working Paper No. 793). Banque de France.

https://publications.banque-france.fr/sites/default/files/medias/documents/wp793_0.pdf

CONCEITO ECONÓMICO

PRODUTIVIDADE MARGINAL DO TRABALHO



ESCRITO POR
ALÍCIA
ANDRADE

O conceito de Produtividade Marginal do Trabalho (“marginal product of labor”) é fundamental em contexto empresarial, sendo utilizado na análise da otimização de produtividade e eficiência. Define-se pela taxa à qual a produção total varia consoante a quantidade de mão-de-obra utilizada pela empresa se altera, mantendo outros fatores de produção, como o capital e a terra, constantes [1].

Embora mencionado por outros economistas, como Johann Heinrich von Thünen, é só no final do século XIX que John Clark o aplica na sua “Teoria da Produtividade Marginal da Distribuição”. Esta surge no contexto da Revolução Marginalista como resposta às críticas marxistas de exploração, onde explica que, em mercados de concorrência perfeita, cada fator de produção é pago de acordo com a sua contribuição marginal para o produto final. A distribuição de rendimentos é controlada por uma lei natural, de acordo com a qual cada agente de produção recebe a riqueza que produz. [2]

Este conceito relaciona-se com a Lei dos Rendimentos Marginais Decrescentes. De acordo com esta, à medida que a utilização de um fator de produção aumenta, chegar-se-á a um ponto a partir do qual a produtividade

marginal desse mesmo fator irá diminuir, mantendo todos os outros fatores constantes. Ou seja, o aumento desse fator de produção resulta em aumentos progressivamente menores na produção total, perdendo eficiência com a utilização. [1]

Um exemplo ilustrativo é o impacto dos aumentos salariais. A motivação dos trabalhadores relaciona-se diretamente com o salário recebido, pelo que salários mais baixos resultam, em geral, numa produtividade menor. O aumento salarial torna, até certo ponto, os trabalhadores mais eficientes, evitando contratações excessivas e incentivando o investimento em tecnologias, uma vez que gera uma maior Produtividade Marginal do Trabalho comparativamente a essas contratações, tendo em conta que, à luz da Lei dos Rendimentos Decrescentes, mesmo estes aumentos salariais deixam, a partir de certo ponto, de gerar um ganho proporcional de produtividade, sendo por isso necessário encontrar o equilíbrio entre o número de trabalhadores, o volume de investimentos e os salários. [3]

Outra forma de ilustrar variações na Produtividade Marginal do Trabalho é através da flexibilização das leis laborais que, procurando não restringir excessivamente

[1] BESANKO, David; BRAEUTIGAM, Ronald. Microeconomics. 5. ed. Hoboken: John Wiley & Sons, 2014

[2] The Distribution of Wealth: A Theory of Wages, Interest and Profits (New York: Macmillan, 1908)

[3] Correia, D. da S. (2020). Determinants of labor productivity in Portugal [Dissertação de mestrado, Iscte - Instituto Universitário de Lisboa]. Repositório do Iscte. <http://hdl.handle.net/10071/21038>

direitos laborais, pretendam adaptar as relações de trabalho às exigências do mercado atual, uma vez que os regimes atuais podem ser vistos como demasiado rígidos [4]. A Produtividade Marginal do Trabalho mede a produção adicional gerada por cada trabalhador adicional. Logo, em mercados rígidos, não é possível, por exemplo, realocar trabalhadores de forma a, com o mesmo esforço e melhor aproveitamento de capital, aumentar essa eficiência. Em Portugal, algumas reformas como despedimentos simplificados, o fim da renovação automática de contratos precários e o banco de horas individual, permitem, pelo menos teoricamente, que esta produtividade seja maximizada, tornando a economia portuguesa mais competitiva. [5]

Em suma, a Produtividade Marginal do Trabalho é um mecanismo essencial de análise da eficiência dos fatores de produção, determinando a viabilidade de novas contratações e investimentos, ao ser comparado com os custos relacionados. Permite que as empresas tomem decisões fundamentadas, maximizando a sua produção e minimizando os seus custos. Sustenta também teoricamente os efeitos que as reformas laborais, ao aumentarem a produtividade, têm no crescimento económico.



[4] Chen, I. J. and H. Thi Dieu Nguyen (2025). "Corporate diversification, financial flexibility and firm performance during the Covid-19 pandemic." *Quarterly Review of Economics and Finance* 104.

[5] Capital, F. (2024). "Input Flexibility: Adapting for Growth: Input Flexibility and Marginal Product of Labor Dynamic." Retrieved 18 jan 2026, from <https://fastercapital.com/content/Input-Flexibility--Adapting-for-Growth--Input-Flexibility-and-Marginal-Product-of-Labor-Dynamics.html>.

SUGESTÃO DE LEITURA

A ORIGEM DA FAMÍLIA, DA PROPRIEDADE PRIVADA E DO ESTADO

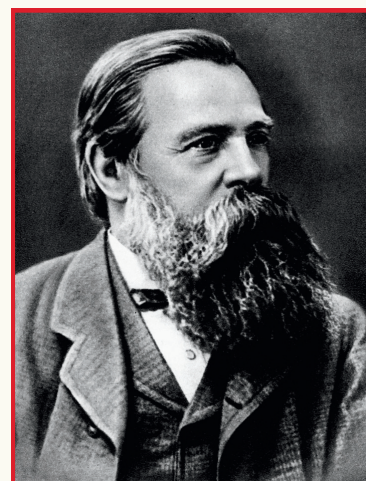
DE FRIEDRICH ENGELS



ESCRITO POR
GUSTAVO LUZ
EM PT-BR

O AUTOR

Friedrich Engels (1820 - 1895) foi um filósofo, economista e teórico social alemão, conhecido principalmente por sua colaboração intelectual e política com Karl Marx. Foi um dos fundadores do socialismo científico e teve papel central na formulação do materialismo histórico. Além de obras escritas em conjunto com Marx, como O Manifesto Comunista (1848) e a organização dos volumes finais de O Capital, Engels produziu estudos próprios fundamentais para a crítica da economia política, da família e do Estado. Entre seus livros mais importantes estão A Situação da Classe Trabalhadora na Inglaterra (1845), Anti-Dühring (1878) e A Origem da Família, da Propriedade Privada e do Estado (1884).



A OBRA

Publicado em 1884, A Origem da Família, da Propriedade Privada e do Estado é um ensaio teórico que busca explicar, a partir do materialismo histórico, como as principais instituições sociais surgiram e se transformaram ao longo do tempo. Engels baseia-se especialmente nos estudos antropológicos de Lewis Henry Morgan para reconstruir a evolução das formas de organização familiar, das relações de propriedade e das estruturas políticas, desde as sociedades tribais até as civilizações antigas.

O autor defende que a família monogâmica, a propriedade privada e o Estado não são realidades naturais ou eternas, mas sim produtos históricos ligados ao

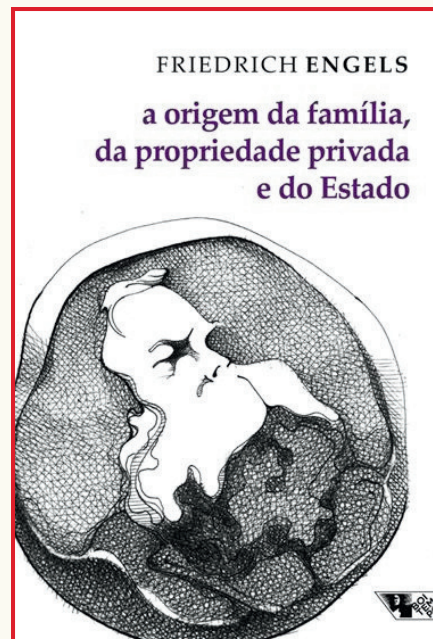
desenvolvimento das forças produtivas e à divisão da sociedade em classes. Segundo Engels, o acúmulo de excedentes econômicos e a apropriação privada da riqueza levaram à consolidação da herança, à subordinação social da mulher e à necessidade de uma instituição que garantisse a ordem e os interesses da classe dominante, o Estado.

A obra descreve a passagem de comunidades baseadas na propriedade coletiva e em relações relativamente igualitárias para sociedades marcadas pela desigualdade econômica e pela dominação política. Nesse processo, a família deixa de ser uma unidade ampla e comunitária e passa a assumir a forma patriarcal, organizada em torno da transmissão da propriedade aos descendentes

aaaaaaaaaaaaaaaaaaaaaaaaaaaa

masculinos. O Estado surge como instrumento de coerção, destinado a administrar os conflitos sociais e preservar a estrutura econômica existente.

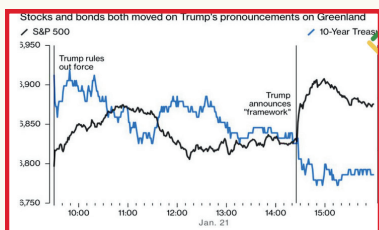
Sob essa perspectiva, o livro pode ser interpretado como uma análise econômica e social de longo prazo, que revela como mudanças no modo de produção material moldam costumes, leis, afetos e instituições. Engels mostra que relações familiares, modelos de herança e formas de governo estão profundamente ligadas à forma como a riqueza é produzida e distribuída. *A Origem da Família, da Propriedade Privada e do Estado* continua sendo uma referência central para compreender a conexão entre economia, poder e vida cotidiana, demonstrando que estruturas aparentemente naturais são, na verdade, resultados de processos históricos e, portanto, passíveis de transformação.



ACONTECIMENTOS DO MÊS*

O MELHOR DO PIOR DO MÊS

*AVISO: ESTE CONTEÚDO INCLUI HUMOR.



Os mercados torceram o nariz e parecem ter impedido Trump de anexar a Gronelândia. A União Europeia mantém-se vigilante, ou seja, a ver no que dá.

As polémicas da campanha chegaram em janeiro como os saldos depois do Natal: tudo o que não vendeu antes voltou à montra, agora com mais confusão e menos qualidade. As eleições presidenciais mostraram que há quem confie mais nas probabilidades do Polymarket do que nas promessas dos candidatos - e, honestamente, esta pode não ter sido a decisão económica menos racional deste mês.



Em Davos, o presidente Macron de óculos de sol é o expoente máximo do rebranding: se a economia não melhora, muda-se a armação.

FEP SOCIETY

Caros leitores,

É com muito gosto que apresentamos a edição de fevereiro da newsletter da FEP Economics Society, dedicada à análise de temas centrais da economia portuguesa e internacional.

Abrimos esta edição com um artigo do Dr. Carlos Guimarães Pinto, que reflete sobre o atual contexto económico de Portugal. Segue-se uma análise à atuação do Banco Central Europeu durante a crise financeira de 2008, bem como um artigo sobre os mecanismos de transmissão da política monetária, essenciais para compreender o impacto das decisões dos bancos centrais na economia real.

A newsletter inclui ainda uma reflexão sobre a flexibilização laboral e a sua relação com o crescimento económico, uma secção de economia e história e a apresentação de um conceito económico fundamental. Encerramos com uma sugestão de leitura e uma síntese dos acontecimentos económicos e políticos do mês.

Esperamos que esta leitura ofereça novas perspetivas e incentive o debate informado entre todos os interessados em economia.

FEP Economics Society
Estudar, Educar e Debater Economia

Rita Cunha

PARCERIAS:



FES