



O relatório de 29 de Novembro de 1979 (ref. Nº O-53/EG) do Conselho de Administração do Banco de Portugal dirigido ao Senhor Ministro das Finanças versa sobre o conjunto das medidas de política económica, financeira, cambial e orçamental aprovadas no Conselho de Ministros de 22 de Novembro de 1979, nomeadamente formula observações a estas medidas.

A seguir se analisam as principais observações formuladas no relatório do Banco de Portugal. O método seguido foi o de tratar primeiro individualmente cada uma dessas observações e segundo apresentar considerações gerais sobre o conteúdo do relatório e sobre as medidas de política económica financeira, cambiais, rendimentos e preços e orçamentais aprovadas.

## Fundação Cuidar o Futuro

1 - No domínio da política monetária e financeira o relatório do Banco de Portugal aborda em primeiro lugar a redução da taxa de desconto do Banco Central (em um ponto) observando que a descida da taxa de juro neste momento apresenta-se como uma medida tecnicamente incorrecta principalmente pelo seu efeito negativo sobre a balança de pagamentos, (mais precisamente sobre a balança de capitais e de transações correntes), não sendo de esperar que exerça efeitos significativos sobre a produção e o investimento e porque as taxas de juro internacionais evidenciam clara tendência ascendente, com subidas acentuadas nos meses mais recentes.

A seguir se desenvolve cada uma destas questões.

1.1 - No que se refere ao efeito negativo da redução da taxa de juro sobre a balança de pagamentos, este é fundamentado nos seguintes argumentos:



- a) Influência negativamente as remessas dos emigrantes.
- b) Aumenta o incentivo às aplicações em moeda estrangeira.
- c) Intensifica a prática de subfacturação de exportações e sobre-facturação de importações.
- d) Desenvolve o mercado paralelo de divisas.
- e) Favorece a substituição de crédito externo por crédito interno.
- f) Conjuntamente com expectativas de inflação a nível elevado favorece as aplicações em bens de consumo duradouro e a acumulação de stocks especulativos (com forte conteúdo de importação) tornando-as mais atraentes relativamente aos depósitos a prazo e aos títulos da dívida pública.

A análise destes argumentos merece as seguintes observações:

- a) As remessas dos emigrantes comportam-se de maneira diferente de capitais internacionais. Estes movimentam-se procurando a melhor remuneração e aplicação e respondem rapidamente a estímulos como variação das taxas de juro, (característico dos mercados internacionais de capitais organizados e dinâmicos). As remessas dos emigrantes Portugueses reagem diferentemente a esses estímulos. Elas são transferidas para o País porque a permanência no estrangeiro de grande parte desses emigrantes é de carácter temporário (gästarbeiter). Assim a compra de propriedades principalmente habitação e terra, os encargos familiares que aqui suportam, as provisões de poupança para o futuro retorno ao País, e o consumo quando em visita de férias, são as principais aplicações dessas remessas. Por isso afirma-se que os efeitos deste factor sobre as remessas serão mínimos, tanto mais que a redução da taxa de juro aprovada limita-se a um ponto. A confiança e estabilidade política e económica no País são factores que se julgam com bastante maior influência nas transferências dos emi



grantes.

Além disso a simultanea desaceleração na desvalorização do Escudo tende a neutralizar este eventual efeito negativo nas remessas dos emigrantes (no final de um ano, a contar da data da transferência, o saldo será positivo: o emigrante perde 1% na taxa de juro e ganha 4% na redução da desvalorização do Escudo). De frizar que aqui será importante considerar também as taxas de inflação.

No entanto, como medida de precaução seria de sugerir desenvolver-se tratamento especial a dar aos depósitos dos emigrantes, mantendo por exemplo a taxa de juro anterior e assim não alterar a remuneração dos seus depósitos.

Mas mais relevante será desenvolver esquemas para a aplicação das remessas em investimentos produtivos no País. Infelizmente a sua função dominante tem sido a cobertura do desequilíbrio comercial com o exterior, que sempre existiu, permitindo a importação desafogada, incluindo de bens de consumo superfluos e de luxo e perpetuando assim o desequilíbrio estrutural do País.

- b) O incentivo às aplicações em moeda estrangeira depende também grandemente da taxa de inflação interna. E um dos objectivos da redução da taxa de juro foi exactamente a diminuição da sua influência (como custo de produção) na taxa de inflação interna.

No entanto é de salientar que as aplicações em moeda estrangeira, incluindo transferências de capitais para o exterior e formação de stocks especulativos, tem-se verificado e tenderão a verificar-se.



PRESIDÊNCIA DO CONSELHO DE MINISTROS

*Gabinete do Primeiro Ministro*

4.

Eles dependem grandemente, como já foi referido, da taxa de inflação interna, da tendência especulativa existente, da confiança e expectativas na situação política e econômica do País. Além disso a redução de um ponto da taxa de juro não indica que este efeito possa aumentar para níveis superiores aos já existentes.

Mas medidas mais eficazes para diminuir esta prática incluem o controlo de movimentos de capitais para o exterior e o controlo da acumulação de stocks de importações, etc., por exemplo através da utilização de instrumentos como taxas de cambio multiplas.

c) A prática de sub/sobre facturação é, infelizmente, corrente neste País em firmas exportadoras/importadoras tanto nacionais como estrangeiras, já para não falar nas transnacionais onde esta prática é parte da sua estratégia de produção. Nestas últimas o controlo desta prática é difícil se não impossível.

Nas operações de importação/exportação de firmas nacionais seria necessário a introdução de esquemas que controlem os preços dos produtos transacionados com o exterior através de comparação com preços internacionais.

d) O mercado paralelo de divisas já existe. Basta considerar os montantes em divisas mantidos por individuais portugueses tanto em bancos estrangeiros como entesourado no País. Este efeito não se afigura que se ja agravado, primeiro porque a redução da taxa de juro é pequena e segundo porque ele depende bastante da confiança na situação política e econômica do País.



e) A substituição de crédito externo por crédito interno é corrente na economia Portuguesa, causando surpresa que este factor seja mencionado no relatório. Basta ter em conta, por exemplo, a proposta das negociações com o grupo ITT apresentado em Setembro de 1979 onde todo o financiamento (quer para saneamento financeiro das empresas do grupo, quer para novos investimentos) era de recurso ao crédito interno. Também o Projecto Ford propoe-se recorrer ao crédito interno para financiamento de cerca de 40% do investimento total previsto que em Novembro último era de 1,4 biliões de US dollars.

De salientar que estes dois casos tiveram lugar antes da anunciada descida de um ponto da taxa de juro.

### Fundação Cuidar o Futuro

f) A redução de um ponto da taxa de juro no caso Português é uma medida orientada para reduzir a taxa de inflação, visto incidir sobre um custo de produção que aumentou espectacularmente desde 1975/6. Os encargos financeiros das empresas, como já foi várias vezes mencionado, constituem pesada componente da taxa de inflação Portuguesa.

Por outro lado às aplicações em bens duradouros e à formação de stocks especulativos (de controlar e fiscalizar vigorosamente) podem contrapor-se esquemas de aplicação das poupanças canalizadas para investimentos específicos e atraentes, como por exemplo para habitação própria (sector de premente necessidade para a maioria da população deste País).



1.2. - Os argumentos seguintes fundamentam a observação do Banco de Portugal referente a não se esperar que a redução da taxa de juro exerça efeitos significativos sobre a produção e o investimento.

- a) As indicações disponíveis são de que no momento presente não é a taxa de juro que limita o investimento, mas sim a quantidade de crédito disponível. Sendo esta sem dúvida a situação do investimento público e muito provavelmente também do investimento privado exceptuando talvez, e apenas parcialmente, a habitação, sector cuja dinamização não requer uma descida geral das taxas de juro.
- b) Uma expansão adicional, ao alargamento dos limites de crédito, política já iniciada pelo banco, deve ser conseguida através de medidas selectivas e não pela descida geral da taxa de juro. Assim o banco iniciou também em Outubro de 1979 novo esquema de bonificação de juro nas operações de financiamento do investimento.
- c) A atenuação da restritividade do crédito, a que se procedeu recentemente poderá contribuir para a aceleração da inflação e para agravamento do deficit externo se não for acompanhado por uma política de contenção de deficit orçamental.
- d) A taxa de inflação de 24%, as taxas de juro reais são já negativas o que constitui um desincentivo à poupança, afecta negativamente a distribuição do rendimento na medida em que penaliza basicamente as pessoas de baixos rendimentos, com escolhas limitadas para aplicação das suas poupanças e favorece os investimentos capital intensivos, que não contribuem para a redução do desemprego.



PRESIDÊNCIA DO CONSELHO DE MINISTROS

*Cabido do Primeiro Ministro*

7.

e) Alterações nas taxas de juro têm que considerar que as instituições bancárias têm vindo a registar rentabilidade negativa, implicando revisão simultânea dos diferenciais entre taxas activas e passivas.

A análise destes argumentos suscita as seguintes observações:

a) Afigura-se estranho que a elevada taxa de juro não limite também o investimento, isto é, conjuntamente com as restrições quantitativas ao crédito disponível. O sector público empresarial pelas actividades económicas em que opera incorre em consideráveis programas de investimento e conseqüentemente, em encargos financeiros de grande magnitude, altamente sensíveis à taxa de remuneração do capital. Quer em operações de investimento quer em operações de exploração corrente os elevados encargos financeiros das empresas públicas ou são neutralizados através de ganhos de produtividade ou são transferidos aos preços dos seus produtos e serviços ou então tenderão a por em causa a futura expansão dessas empresas impedindo novos investimentos por redução dos fundos de reserva, base da sua acumulação e fundamentais para a sua equilibrada estrutura de capital (relação capital próprio/capital alheio).

No caso de esses encargos serem transmitidos aos preços isto é um factor inflacionista.

Mas em sectores de actividade onde existe uma política de controlo de preços ou onde existem dificuldades de conjuntura internacionais (exportação ou concorrência com bens importados) ou ainda onde existem efeitos adversos sobre a procura (isto é, a procura é elástica



em relação aos preços), torna-se difícil transmitir aos preços esses encargos adicionais com as taxas de juro.

Nestes casos, os prejuizos acumulam-se resultando em grandes deficiências de capital próprio (estrutura desequilibrada das empresas) podendo levar à sua falência ou ao recurso a subsídios o que irá onerar as finanças públicas e o contribuinte e ainda afectar desfavoravelmente o crescimento económico do País.

Em particular no que se refere aos sectores produtores de bens comerciais internacionalmente (exportação ou concorrentes de importação) a taxa de juro elevada (um custo de produção) induz a desvalorização para atenuar o efeito do aumento dos preços. Este efeito é geralmente iniciador de um ciclo vicioso bem conhecido:

Desvalorização → subida das taxas de juro (para entre outros deter a fuga de capital para o exterior) → subida do nível de preços → maior desvalorização, etc.

Nos outros sectores mencionados, em particular no sector da habitação, é possível que a sua dinamização não requeira alteração da taxa de juro no que se refere à habitação social. Mas para os estratos populacionais de classe média, também grandemente afectados pela escassez e excessivamente dispendiosa habitação, e que simultaneamente não são abrangidos pelos esquemas de financiamento de habitação social (dirigidos aos estratos populacionais mais desfavorecidos), a redução da taxa de juro (mesmo só de um ponto) poderá ter um efeito favorável na dinamização deste sector principalmente se complementada com esquemas atraentes para aquisição de habitação própria.



b) As medidas selectivas favorecidas pelo Banco de Portugal como bonificação dos juros vis-à-vis, a descida geral da taxa de juro, embora sejam defensáveis, apresentam desvantagens importantes, das quais mencionamos algumas:

- i - Dificuldade na definição de investimentos produtivos válidos ou prioritários, Muitas vezes são as transnacionais ou as grandes empresas que beneficiam das bonificações de juro; as primeiras porque apresentam projectos para os quais não existem alternativas nacionais e ambas porque detêm o know-how necessário à apresentação de projectos de investimento bem formulados.
- ii - Distorções resultantes da tendência para discriminar a favor das transnacionais, dos "clientes conhecidos", das grandes empresas, etc, em relação a pequenas e médias empresas (PME), etc...
- iii - Desvios na aplicação e que as instituições bancárias não têm possibilidade de controlar. Exemplo: crédito agrícola utilizado em outras aplicações, das quais algumas especulativas (formação de stocks de importações ou utilização especulativa dos "leads and lags" no comércio internacional). Até agora têm grandemente beneficiado do crédito bonificado as indústrias de exportação, com impacto directo reduzido na melhoria de condições de vida dos estratos populacionais mais desfavorecidos.



PRESIDÊNCIA DO CONSELHO DE MINISTROS

*Gabete do Primeiro Ministro*

10.

iv - Fraca máquina administrativa para responder à selecção de investimentos a serem bonificados. Debilidade técnica para apreciação dos projectos de investimento.

v - Desiquilíbrio entre operações passivas e activas, o que conduz à diminuição das receitas do sistema bancário e/ou sobrecarrega os encargos do Estado através de subsídios para prover a essa bonificação.

c) Este aspecto foi considerado. Assim, o agravamento previsto para o déficit corrente do sector público administrativo, impedirá que as despesas de capital cresçam tanto como seria desejável e quanto a expansão económica exigiria. Além da dotação afectada ao saneamento financeiro das empresas públicas, aumentou-se, ainda que moderadamente, as transferências de capital de apoio a sectores privados extremamente carecidos e responsáveis por estrangulamentos estruturais, como a habitação e a agricultura e onde o investimento apresenta alto coeficiente de emprego (baixo rácio capital/emprego) e baixa componente de importação (o que responde à preocupação do Banco de Portugal relativa ao agravamento do déficit com o exterior). Além disso, a afectação das transferências de capitais a estes sectores permite a satisfação de necessidades básicas através das finanças públicas, que são o instrumento mais vocacionado para as satisfazer.



a) Um dos argumentos a favor da redução da taxa de juro foi exactamente a contenção da inflação. Conjuntamente, é necessário aumentar e fomentar o investimento produtivo prioritário. O aumento excessivo das taxas de juro nos últimos 2/3 anos foi uma das medidas adoptadas (infelizmente inadequada ao caso português) para reduzir o déficite da conta com o exterior através da contenção e redução da procura interna agregada. O déficite com o exterior, (saldo das transacções correntes) que atingiu valor superior de cerca de 1,5 biliões de US dollars em 1977 reduziu-se para cerca de 800 milhões em 1978 e prevê-se para 1979 não ultrapasse os 400 milhões. Esta redução espectacular de déficite externo foi acompanhada, como era de prever pela contracção do investimento, cuja taxa de crescimento em 1978/79 foi negativa. É portanto urgentemente necessário fomentar o investimento e relançar a economia, pois o objectivo que determinou a adopção desta medida já foi alcançado em pleno.

As poupanças das pessoas de baixos rendimentos são afectadas não por estas medidas, mas sim porque os rendimentos em valor real têm sido reduzidos. A sua propensão marginal para poupar é menor que a propensão média e esta é sem dúvida muito baixa ou mesmo negativa. No entanto, será sempre necessário existirem esquemas até agora não existentes para investir essas pequenas poupanças.

Relativamente à distribuição do rendimento, a redução da taxa de juro permite aumentar os salários sem afectar o aumento dos



preços. Medida que se impõe visto que a repartição funcional do rendimento nacional tem mostrado uma proporção decrescente para o factor trabalho. Em 1976 esta era de 69% e em 1978 foi reduzida para 56% prevendo-se que esta tendência para baixar continue em 1979. Este aspecto com efeitos reactivos sobre o consumo privado, tem efeito depressivo sobre a produção voltada para o mercado interno.

No que se refere a favorecer os investimentos capital intensivos, é necessário ter em consideração que, na realidade, não é só a relação entre o preço do capital e do trabalho que influencia esse aspecto. Existem do lado da oferta das tecnologias esquemas sofisticados e de prática generalizada para vender essas tecnologias capital intensivas e produzidas nos países industrializados, independentemente daquela relação. Do lado da procura (neste caso Portugal), a ausência total de uma política tecnológica que sirva as necessidades do país e que mais se adapte à sua situação específica, é bem mais relevante do que uma pequena alteração na relação entre os preços dos factores de produção.

- e) Se as instituições bancárias têm vindo a registar rentabilidade negativa, parece necessária a revisão entre taxas activas e passivas independentemente da medida agora adoptada. Por outro lado, será de frisar que a economia se debate mais com o problema de investimento do que de poupança. As altas taxas de juro passivas



atraíram depósitos a prazo que têm aumentado o seu peso no total dos meios de pagamento. (Em Maio de 1978 estes consistiam em 57,6% do total e em Maio de 1979 em 62%). No entanto, o investimento não tem crescido correspondentemente, prevendo-se mesmo que a taxa de aumento da FBCF de 1978/79 seja negativa.

1.3. - Relativamente à tendência ascendente das taxas de juro internacionais, argumenta-se que ao conjugar essas taxas com a desvalorização esperada do escudo (0,75% por mês), verifica-se que o diferencial entre as taxas de remuneração em escudos das aplicações no país (depósitos a prazo de 6 meses) e no exterior é negativo e que a sua grandeza tem vindo a aumentar...

Em relação a esta observação, parece relevante começar por indagar qual será então a política monetária a seguir no país se a tendência ascendente das taxas de juro internacionais se intensificar?

Também convém referir que se o diferencial entre as taxas de remuneração em escudos, das aplicações em Portugal e no exterior, já é negativo e a sua grandeza tem vindo a aumentar, assim o desequilíbrio já existe e tende a agravar-se quer as taxas de juro internas passem a ser mais baixas, quer as taxas de juro externas passem a ser mais altas (factor exógeno ao controlo português).

Será ainda de referir que existem algumas dúvidas sobre a "universalidade" na tendência ascendente das taxas de juro internacionais ( de acordo



PRESIDÊNCIA DO CONSELHO DE MINISTROS

*Gabinete do Primeiro Ministro*

14.

com a intenção expressa pelos governos dos países do Comitê da Política Económica da OCDE, de continuarem a prosseguir políticas monetárias restritivas no curto prazo ou pleno menos não sendo de esperar a curto prazo uma inversão na tendência das taxas de juro internacionais, evidentemente nos países industrializados). Essas dúvidas são levantadas pelos seguintes factos: Embora muito recentemente a taxa de juro tenha aumentado em Itália, também recentemente nos EUA, o Chase Manhattan Bank, anunciou a descida de 1/2 da sua taxa (prime rate) e outros bancos americanos anunciaram descidas de 1/4 de ponto (ver Financial Times de 28 de Novembro 79).

Convém também referir que o aumento de 3 pontos da taxa de juro em Itália (na imprensa de 6 de Dezembro) era esperada já há algum tempo desde que outros países industrializados tinham subido as suas taxas, pois a disparidade entre a taxa italiana e as dos seus parceiros comerciais era um risco grande de saída de capitais italianos para o exterior. Assim, a adopção desta política em Itália foi em grande parte induzida do exterior e não exclusivamente ditada por necessidades internas, o que mostra que a política monetária dos países industrializados é também um instrumento de domínio e manipulação dos países economicamente mais fortes sobre os mais débeis.

É também de referir que o combate à inflação nos países industrializados, através de uma política monetária e fiscal poderá ter mais sucesso do que num país em vias de desenvolvimento ou semi-industrializado. Primeiro, porque os pressupostos para a aplicação desta política são diferentes. Assim, enquanto nos países industrializados



PRESIDÊNCIA DO CONSELHO DE MINISTROS

*Gabinete do Primeiro Ministro*

15.

existem mercados de capitais bem organizados, que respondem rapidamente a estímulos monetaristas, nos países menos avançados, os mercados de capitais são fragmentados, desorganizados, muitas vezes in-existent. Outro pressuposto da operacionalidade da política monetária nos países industrializados é o funcionamento da relação: redução da taxa de juro → aumento do investimento → expansão da produção. Nos países menos avançados esta relação só parcialmente funciona porque factores vários, inerentes ao subdesenvolvimento, a afectam tais como a difícil resposta do sector agrícola a estímulos deste tipo, a rigidez e burocratização das instituições (administração pública, banca, etc.) debilidade na gestão empresarial e da administração pública. etc.. Mas além disso, a própria doença, neste caso a inflação, é diferente. Assim, nos países industrializados desde o após guerra ela era predominantemente "demand pull" e depois da crise mundial de 1973 passou a ser uma combinação de "demand pull" e "cost push". Nos países em vias de desenvolvimento a inflação era caracterizada, nos anos 1960 na América Latina, por inelasticidade da oferta combinada com políticas expansionistas da procura, mas depois de 1973 passou também a ser induzida do exterior através do aumento dos custos importados.

Assim, a eficácia da política monetária no combate à inflação, tende a ser maior no caso desta ser "demand pull" reduzindo mais a procura do que os custos e afectando mais o investimento do que o consumo.

Esta política não é assim adequada a países em vias de desenvolvimento porque restringe o investimento e não se dirige às causas principais da sua inflação. O caso português é bem evidente da aplicação de uma



PRESIDÊNCIA DO CONSELHO DE MINISTROS

*Gabinete do Primeiro Ministro*

16.

receita não adequada à doença.

2.-No domínio da política cambial o relatório do Banco de Portugal comenta a redução imediata da taxa de depreciação efectiva do Escudo de 0,75% ao mês para 0,5%, considerando-a uma medida desajustada nas circunstâncias actuais pelas razões seguintes:

- a) Desfavorece a competitividade da indústria portuguesa.
- b) Poderá intensificar os movimentos especulativos contra o Escudo.
- c) Só poderá realizar-se enquadrada numa política susceptível de reduzir efectivamente a taxa de inflação de modo a que a taxa de depreciação do Escudo seja consistente com a diferença entre a taxa de crescimento dos custos internos e dos custos nos países nossos competidores.
- d) Tal política deve envolver o controlo do déficit orçamental, a contenção dos custos salariais a nível coexistente com a redução da inflação e o aumento da produtividade.

Assim a análise destes argumentos merece as seguintes observações:

- a) No que se refere à competitividade da indústria Portuguesa pelo menos no que respeita às exportações ela já foi reposta em relação às alterações sofridas durante o período 1975/76. Outros factores além dos preços também influenciaram a perda da competitividade nesse período, tais como as perturbações na produção Portuguesa e no "delivery schedule" e a situação recessiva da economia internacional pós crise de 1973.



De salientar que durante 1979 o aumento da produção nacional foi consideravelmente orientado para a exportação cuja taxa de crescimento foi de cerca de 16% enquanto a do PIB foi de 2,6% e a do consumo privado agregado foi de 0,2%.

Além disso existem limitações à exportação do lado da oferta no curto prazo, isto é, a elasticidade da oferta das exportações Portuguesas em relação aos preços admite-se seja reduzida. Por outro lado no que se refere à procura das nossas exportações, os mercados de destino estão em franca recessão económica prevendo-se que o crescimento do comércio mundial em 1980 seja reduzido de 6% para 4% devendo essa redução afectar mais gravosamente as importações dos países industrializados do que as suas exportações. Também se prevê que os termos de troca entre países industrializados e o resto do mundo se deteriorem em prejuízo destes (previsões da OCDE).

De acordo com este cenário da economia internacional parece desnecessário manter a taxa de desvalorização do Escudo ao nível a que se tem vindo a processar, o que só tenderia a agravar a taxa de inflação Portuguesa através dos preços das importações, sem benefício significativo no aumento das nossas exportações. Assim parece que a política de exportação se deveria agora orientar para novos mercados e para o desenvolvimento de novos produtos.

Convém também referir que o ganho na competitividade das exportações Portuguesas desde 1977/78 é também resultante de dois factores que contribuíram para a redução dos seus custos:

O primeiro foi a redução drástica dos salários que em valor real são presentemente inferiores a 1972/73 e que consequentemente afectaram desfavoravelmente o consumo privado agregado e o segundo foi



PRESIDÊNCIA DO CONSELHO DE MINISTROS

*Gabinete do Primeiro Ministro.*

18.

o crédito bonificado de que grandemente beneficiou. Este facto certamente contribui para diminuir as receitas bancárias ou/e aumentar as despesas das finanças públicas, talvez através do aumento da carga fiscal ou à custa da redução de mais e melhores serviços dos sectores sociais que teriam beneficiado os estratos populacionais mais desfavorecidos.

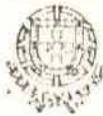
- b) Esses movimentos especulativos contra o Escudo existiram e continuam a existir, embora tenham sido aparentemente reduzidos, porque a desvalorização deslizando do Escudo os facilitou, operando-se agora de uma forma regular, organizada e planificada. Não é no entanto de admitir a sua intensificação tanto mais que outros factores significativos nos mercados internacionais de capitais têm aumentado a confiança no Escudo. Estes são: o aumento das nossas reservas em divisas que atingiu no fim de 1978 o nível mais alto dos últimos 4 anos e o aumento do preço internacional do ouro. Perante estes factores a comunidade financeira internacional tornou-se menos rígida na concessão de crédito a Portugal não exigindo a imediata e programada renegociação com o FMI assim como reduzindo pela primeira vez o "spread barrier" de 1% (sobre LIBOR) no euroempréstimo de 100 milhões de US dollars concedido à Caixa Geral de Depósitos em Maio de 1979. (1)

---

(1) International Currency Review Nº 5, Vol. 11



- c) Essa preocupação foi tida em consideração. Componentes bastante pesadas na taxa de inflação Portuguesa são o elevado preço do capital com reflexos directos nos encargos financeiros das empre-sas e assim na estrutura dos preços dos seus produtos e a taxa de desvalorização do Escudo directamente afectando os preços dos bens alimentares, matérias primas e energia importados. Daí a redução da desvalorização do Escudo conjuntamente com a redução da taxa de juro o que certamente terá impacto na redução da taxa de crescimento dos custos internos.
- d) O controlo do déficite orçamental foi tido em consideração como já foi referido (alínea c) da pag. 10 ) tendo sido mantida a mesma percentagem em relação PIB verificada em 1979. No entanto será de mencionar que o controlo do déficite orçamental deve passar pe-la análise cuidadosa das despesas/receitas públicas. Não sendo pos-sível aumentar a já elevada carga fiscal, a contenção do déficite incidiu sobre o crescimento moderado das despesas correntes e das despe-sas de capital, este último muito aquém do que seria desejável em termos de expansão económica e de satisfação das necessidades básicas. As-sim aumentaram-se os créditos de apoio à habitação e à agricultu-ra, sector este extremamente descapitalizado e gerador de grandes desequilíbrios estruturais. Teria sido possível aumentar mais o apoio ao investimento nestes sectores se os fundos disponíveis não fossem solicitados para outras aplicações como financiamento de juros bonificados ao investimento de certos tipos de turismo e aos investimentos de transnacionais e de gigantescos empreendimen-tos industriais como o complexo de Sines, etc..



PRESIDÊNCIA DO CONSELHO DE MINISTROS

*Gabinete do Primeiro Ministro*

20.

No que se refere à "contenção dos custos salariais coexistentes com a redução da inflação", mencionado no relatório, é curioso não se mencionarem também a contenção ou redução de outros custos de produção igualmente com impacto na redução da inflação como é a descida da taxa de juro. Além de mais esta redução permite uma modesta subida dos salários reais sem agravar os preços, medida que se impõe não só no aspecto social mas como fo mentadora do consumo privado e assim da produção nacional virada para o mercado interno.

Ainda no domínio cambial é de referir o aspecto positivo da redução da taxa de desvalorização do Escudo no serviço da dívida externa Portuguesa (aspecto esse que não foi abordado no relatório do Banco).

A dívida externa Portuguesa era de 5420 milhões de US dollars no final de 1978<sup>(1)</sup> o que representava cerca de 31% do PIB daquele ano. A título indicativo é de men cionar que assumindo uma taxa de juro de 10% obter-se-ia um serviço de dívida anual de 542 milhões de US dollars sem incluir encargos de amortização. Este va lor corresponde a cerca de 22% das exportações em 1978 (que foi de 2.433 milhões de US dollars) e é superior às receitas do turismo que no mesmo ano foram de 431 milhares de US dollars. (2)

A taxa de câmbio de 1 US dollar igual a 50\$00 este encargo anual com o serviço da dívida externa, corresponde a cerca de 27.100 milhões de escudos, que à taxa de desvalorização de 11% ao fim de um ano serão acrescidos de mais 2.981 mi lhões de escudos. Mas se a taxa de desvalorização for reduzida para 7% ao ano,

---

(1) Relatório anual do Banco de Portugal para 1978, pag 150

(2) Valores colhidos no "OECD Economic Survey - Portugal",  
July 1979 pag. 18



verificar-se-ia um ganho de 1.084 milhões de escudos. Este valor representa um terço das exportações portuguesas de conservas de peixe em 1978 (que foi de 3.251 milhões de escudos) ou ainda corresponde ao total das intenções de investimento em 1978 dos sectores dos Textéis, Vestuário e Calçado mais a Metalurgia de base (cerca de 1.055 milhões de escudos). (1)

Por outro lado é de mencionar que o déficit com o exterior poderá aumentar se se inflectir a tendência verificada em 1979, como seria desejável para relançar a economia e também porque isso é inerente ao processo de desenvolvimento sócio-económico (assumindo que o objectivo da economia Portuguesa é este e não exclusivamente a redução do déficit da balança de pagamentos como certamente por omissão é sugerido no relatório do Banco de Portugal).

Mas o importante, além do controlo criterioso do seu volume, é a sua estrutura. Terão de se evitar as importações em bens de consumo não prioritários e orientar as importações para bens de investimento produtivo (equipamento e máquinas), matérias primas necessárias ao processo produtivo assim como bens de consumo essenciais.

Um déficit na balança comercial predominantemente de bens de investimento pode ser encarado como um empréstimo de médio/longo prazo de um projecto de investimento desenvolvimentista. Existem instrumentos para exercer o controlo sobre as importações não essenciais - são as barreiras alfandegárias numa base selectiva de produtos.

3.-No que se refere à inflação cuja taxa se situa ao nível de 24%,o

(1) Relatório anual do Banco de Portugal de 1978, páginas 122 e 274



relatório do Banco mostra-se crítico às medidas com incidência a curto prazo aprovadas no C.M. de 22 do corrente nomeadamente a abolição do tecto salarial, o aumento das despesas públicas, a redução da taxa de juro, o alargamento dos limites de crédito e a redução da taxa de desvalorização do Escudo sendo de opinião que elas são predominantemente no sentido do agravamento das expectativas inflacionistas.

Sobre este assunto convem referir que as medidas aprovadas tiveram como preocupação dominante o combate à inflação no relançamento da economia. Por isso elas orientaram-se simultaneamente para esse relançamento e para o combate específico das componentes mais graves da inflação Portuguesa, nomeadamente o elevado custo do capital e o aumento dos preços através das importações dos bens alimentares, matérias primas, energia, etc.. No que se refere aos bens alimentares de elevado componente de importação em relação ao consumo total, o aumento dos preços tem incidência directa nas camadas mais desfavorecidas da população.

Assim no combate à inflação actuou-se reduzindo a taxa de juro, e desacelerando a taxa de desvalorização do Escudo. Paralelamente numa política de relançamento moderado da economia, será necessário reduzir a contenção dos salários de forma a fomentar o consumo privado e assim dinamizar a produção nacional virada para o mercado interno, que tem sofrido retração, tanto mais que os rendimentos de trabalho têm recentemente experimentado considerável redução na repartição do rendimento nacional (de 69% em 1976 passaram para 56% com tendência para baixar em 1979). Daí a abolição do tecto



salarial. Para relançar a economia também se teria que alargar os limites do crédito e orientá-los para os investimentos prioritários quer dos sectores produtivos como sociais (agricultura e habitação), com elevados efeitos de arrastamento interindustriais ("linkages").

Uma política de relançamento económico numa sociedade onde os indicadores sócio-económicos e de nível de vida são os mais baixos da Europa, também se tinha que orientar para a satisfação das necessidades básicas. Daí o moderadíssimo mas orientado aumento das despesas públicas.

- 4.-Em resumo, as observações formuladas no relatório do Banco de Portugal revelam que a problemática em questão é abordada numa óptica predominantemente monetária, financeira e restritiva ao relançamento económico nacional.

Como a óptica que presidiu à formulação, discussão e adopção pelo C.M. das orientações da política sócio-económica para 1980 foi diferente, afigura-se necessário e desejável resumi-las a seguir para melhor compreensão das resoluções aprovadas.

O "programa de estabilização" aplicado à economia Portuguesa desde 1977, mostrou já resultados espectaculares na redução do défice com o exterior (de 1,5 biliões de US dollars em 1978 para 400 milhões em 1979), embora como era de prever acompanhado de desaceleração significativa no crescimento do produto (predominantemente orientado para a exportação), de negativo crescimento da FBCF, de quebras substanciais dos salários reais e do poder de compra da maioria da população (reflectindo-se na retração pronunciada da produção orientada para o mercado interno) e ainda aumento do desemprego, acentua



ção das disparidades na distribuição do rendimento com prejuizo dos rendimentos do trabalho e dos estratos populacionais mais desfavorecidos assim como das regiões mais carecidas. Seria assim desnecessário e também perigoso para a estabilidade da economia nacional continuar este programa na sua forma actual.

Paralelamente, a economia internacional, atravessando um período de recessão, apresenta perspectivas de expansão extremamente moderadas. Assim as recentes e futuras subidas do preço do petróleo e de outras matérias primas e a recessão da actividade económica nos EUA apontam para moderado crescimento dos países industrializados, prevendo a OCDE redução na taxa de crescimento das suas importações (de 7% em 1979 para 3% em 1980), conjuntamente com a deterioração dos termos de troca em desfavor dos seus parceiros comerciais. Além disso o receio do agravamento das tendências inflacionistas tende a desencorajar os países da OCDE a adoptar políticas económicas mais expansionistas.

Considerando este cenário internacional e nacional é de admitir que as exportações Portuguesas sofram desaceleração pronunciada e que a política sócio-económica actual a continuar poderá levar a economia nacional para uma situação de recessão gravíssima onde não é de minimizar a possibilidade de situações de rotura.

Torna-se assim urgente que a economia Portuguesa se oriente para o mercado interno pelo que será necessário garantir um crescimento significativo da procura interna.

Assim se adoptaram medidas para fomentar o investimento, quanto



PRESIDÊNCIA DO CONSELHO DE MINISTROS

*Gabinete do Primeiro Ministro*

25.

possível orientado para sectores prioritários de dinamização interna (agricultura e habitação):

No que se refere ao consumo privado haveria que permitir o crescimento dos salários reais, repondo assim, ainda que parcialmente, a perda do seu poder de compra; além disso haveria que aumentar e alargar os rendimentos fixos dos estratos mais desfavorecidos cuja erosão, a inflação não tem poupado (pensões, etc.) e que retraíram o consumo privado afectando negativamente a produção nacional cuja subutilização é apreciável principalmente no sector dos PME com grande impacto no emprego.

Também haveria que aumentar a satisfação de necessidades básicas (saúde, segurança social, etc.) aos estratos extremamente desprovidos não só numa base de legítima justiça social como também para dinamizar a procura interna através do consumo e investimento público, e até do consumo privado permitido a esses estratos populacionais.

Conjuntamente, e porque as pressões inflacionistas se têm vindo a acentuar, fruto da violenta política de estabilização adoptada, foi preocupação dominante combater-las vigorosamente não permitindo o seu agravamento.

Além disso também houve a preocupação de conter o inevitável aumento do déficit com o exterior fomentando o investimento em sectores cuja componente de importação é menor (agricultura e habitação) e que diminuirá a nossa dependência em alimentos importados.



5.-Em conclusão, tendo sido estas as orientações mestras da política sócio-econômica para 1980, as medidas aprovadas no C.M.de 22/11/79 constituem o seu enquadramento num pacote integrado e articulado. Assim:

I - No domínio financeiro e monetário, a redução da taxa de juro, o alargamento e flexibilização dos limites da concessão de crédito para investimento, a intensificação da atribuição de bonificações da taxa de juro com prioridade para os sectores da agricultura, pescas, e habitação e o saneamento financeiro das empresas públicas, permite fomentar o investimento, orientando-o para sectores prioritários, extremamente carecidos e geradores de desequilíbrios estruturais e onde o coeficiente de emprego é alto e a componente de importação é baixa, aumentando assim a capacidade produtiva da agricultura e pescas o que terá impacto positivo na balança comercial e na taxa de inflação. Ainda neste domínio menciona-se o efeito positivo da descida da taxa de juro na redução da taxa de inflação (diminuindo os encargos financeiros das empresas públicas que aumentaram de 70% de 1977 para 1978), e na redução da necessidade de utilização de bonificações de juro o que iria onerar as finanças públicas. Também de salientar o seu efeito na diminuição da desigualdade na distribuição funcional do rendimento permitindo que os salários reais aumentem sem obrigar a elevar os preços.

II - No domínio cambial a redução da taxa de desvalorização do Escudo é uma medida fundamental na redução da taxa de inflação via custos importados. Assim equipamentos importados necessários ao relançamento económico tornar-se-ão mais baratos, além das



PRESIDÊNCIA DO CONSELHO DE MINISTROS

*Gabinete do Primeiro Ministro*

27.

matérias primas e energia importadas o que desacelerará a escalada nos custos de produção. Além disso terá efeitos altamente positivos nos preços das importações dos bens alimentares cujos aumentos, além de serem componente pesado da taxa de inflação, penalizam mais gravosamente os estratos populacionais menos favorecidos deteriorando ainda mais o seu poder de compra.

Neste domínio será de realçar o efeito positivo da redução da taxa de desvalorização nos encargos financeiros anuais do serviço da dívida externa, expressos em moeda nacional.

III - No domínio dos rendimentos e preços, o acompanhamento da evolução das negociações colectivas tendentes a compatibilizar as actualizações salariais com a taxa de inflação e a abolição do tecto salarial, permitem a dinamização do consumo privado com impacto na produção nacional como já foi mencionado. Além disso permite travar e repor, mesmo que parcialmente, a crescente desigualdade em desfavor dos rendimentos do trabalho no rendimento nacional, o que conjuntamente com a redução da taxa de juro, permite não afectar os preços assim não agravando a inflação.

Ainda neste domínio de mencionar medidas de incidência na area social, como o aumento e alargamento das pensões mínimas de invalidez e velhice e introdução do esquema mínimo e universal de segurança social, mas também com incidência na area económica permitindo dinamizar o consumo privado dos seus beneficiários quer directamente através do aumento dos seus rendimentos ou



PRESIDÊNCIA DO CONSELHO DE MINISTROS

*Gabinete do Primeiro Ministro*

28.

indirectamente diminuindo despesas que teriam que incorrer se não beneficiassem agora de um esquema mínimo de segurança social.

IV - No domínio orçamental as medidas adoptadas manterão o déficite global do sector público, ao mesmo nível de 1979, em percentagem do PIB. Aumentaram-se moderadamente as transferências de capital para a agricultura, sector responsável por graves desequilíbrios estruturais, e para a habitação, sector extremamente carecido e de necessidade básica. Também se aumentaram as dotações para o saneamento financeiro das empresas públicas assim reduzindo os seus encargos financeiros, com efeitos positivos na redução da taxa de inflação.

Fundação Cuidar o Futuro