Alfredo de Sousa

Inflação e desenvolvimento em Portugal*

A actual inflação portuguesa é neste artigo examinada na perspectiva do desenvolvimento da economia do País. A análise efectuada mostra que ela tem carácter estrutural, com a agravante de o investimento produtivo efectivo só muito limitadamente aproveitar as disponibilidades financeiras que se vão constituindo. Por este motivo, não é fácil conceber medidas de política económica estritamente anti-inflacionistas. O que o autor propõe são medidas de política económica com maior impacte sobre a formação dos preços, a integrar porém numa política económica global. Em última análise — ligado muito estreitamente, como está, a fenómenos e características profundas da economia e da sociedade portuguesas, como a emigração, a urbanização, o acréscimo das despesas militares, a subida das remunerações, a rigidez técnico-institucional das estruturas produtivas, as estruturas bancárias, etc. —, o problema da inflação é indissociável, em Portugal, de toda a forma e de toda a política do desenvolvimento.

INTRODUÇÃO

É na perspectiva do desenvolvimento da economia portuguesa que se vai tentar analisar a inflação em Portugal, e não como um fenómeno autónomo.

O estudo divide-se e ordena-se nos seguintes pontos:

No capítulo I tenta-se precisar — ou deixar menos vago — o conceito de inflação e apresenta-se o que existe estatìsticamente disponível em matéria de indicadores de inflação.

No capítulo II foca-se um aspecto relevante da economia portuguesa: a emigração, donde se passa à consideração dos acréscimos salariais e da expansão do poder de compra.

Nos capítulos III e IV desce-se a uma maior pormenorização, considerando os mercados de bens e serviços (cap. III) e os mercados monetário e financeiro (cap. IV), a fim de detectar os focos e os factores coadjuvantes da inflação.

No capítulo V procura-se uma síntese do que precede e alinham-se algumas previsões, na tentativa de sugerir linhas de política anti-inflacionista numa economia em expansão.

---

* O texto deste artigo resultou, com algumas alterações, de um trabalho originàriamente encomendado pelo Secretariado Técnico da Presidência do Conselho. O Gabinete de Investigações Sociais agradece ao director-geral do S. T. P. C. ter autorizado a sua publicação. As ideias aqui expressas são, porém, da responsabilidade do autor.

Um primeiro anexo contém uma explicação sumária da inflação à escala internacional. Um segundo apresenta um breve comentário sobre a recente expansão do mercado financeiro.

Procurou-se usar uma linguagem acessível a todas as pessoas que têm um mínimo de formação económica. Por isso, algumas explicações, que poderiam resumir-se em expressões algébricas, aparecem longas e pormenorizadas.

Outra razão para esta extensão reside no facto de os dados estatísticos disponíveis serem insuficientes, insatisfatórios e insusceptíveis de serem integrados naquilo que se poderia chamar uma imagem numérica consolidada. Usam-se apenas como apoios parcelares. Aliás, e pois que de perspectivas de desenvolvimento nos ocupamos, seja-nos permitido sugerir que uma das acções prioritárias e urgentes dos planos de fomento deveria ser a de melhorar a nossa infra-estrutura estatística, como condição indispensável à boa concepção e à apreciação correcta da execução dos próprios planos.

O esquema analítico deste estudo é bàsicamente o mesmo já concebido para outro trabalho [1], cujas linhas mais importantes vêm sendo reproduzidas e usadas — convenientemente citadas ou não — em diversos outros trabalhos ulteriores que se têm ocupado do assunto.

Alguns dos elementos estatísticos aqui reproduzidos foram colhidos por L. Pizarro BELEZA, a quem se agradece.

I

INFLAÇÃO: SEU SIGNIFICADO E MEDIDA

I.1 É possível encontrar uma dezena de definições para a inflação. Para referência entender-se-á por inflação interna o desequilíbrio entre a procura monetária *ex ante,* ou poder de compra activo por parte dos agentes económicos (exterior, empresas, Estado e famílias), e a oferta física dos bens e serviços procurados, tendendo esse desequilíbrio a saldar-se *ex post* por uma subida de preços; por inflação externa, a subida dos preços dos bens ou serviços importados expressos em moeda nacional, que tende a repercutir-se sobre os preços dos bens ou serviços de produção interna [2].

As causas da inflação são variadas e actuam separada ou conjuntamente. A procura pode ser influenciada pela criação de poder de compra derivado de meios de pagamento líquidos provenientes do exterior, ou formados no interior por criação de moeda, por desentesouramento, pela diminuição da propensão a poupar, pela elevação da remuneração dos factores. A oferta, ou, melhor, a elasticidade de resposta da oferta, depende do grau de utilização da capacidade produtiva, de estrangulamentos secto-

[1] «A inflação em Portugal», in *A Capital,* Abril de 1970.

[2] Quanto à sua intensidade, a gama de qualificativos é grande: vai desde a inflação rastejante até à inflação galopante.

riais, do ritmo do progresso da produtividade, do tempo de realização do investimento [3], do saldo da balança de bens e serviços.

Esta descrição sumária é suficiente para mostrar que a inflação é um fenómeno complexo. E, à medida que os sistemas produtivos se tornam também mais complexos, com uma multiplicidade de agentes intervenientes, as causas de desequilíbrios possíveis aumentam igualmente. Mais modernamente tem-se verificado que, quando o comportamento socioeconómico dos agentes se modifica, se introduzem novos elementos voluntaristas, que podem — para além das reacções mais ou menos mecanicistas das forças de mercado — provocar rupturas de equilíbrios anteriores. De modo análogo, quando as fronteiras económicas se abrem, as economias nacionais tornam-se mais permeáveis aos desestabilizadores externos.

Apreende-se ainda fàcilmente que o «fenómeno inflacionista» não é apenas um fenómeno estritamente monetário. Antes revela não ser indiferente às estruturas socioeconómicas e constitui apenas um aspecto particular da actividade económica de cada país colocado em determinado contexto internacional.

Assim, a não ser que se alcance um elevado grau de abstracção analítica, não é possível aplicar um mesmo esquema de análise a todos os países. Tão-pouco parece útil confinar a análise aos métodos de uma escola (monetarista, keynesiana, ou outra), por muito que ela esteja em moda.

Concretamente para Portugal, não faz muito sentido tentar ver em abstracto se a inflação é condição de desenvolvimento ou constitui um obstáculo, ou procurar saber quais as políticas monetárias a seguir. Embora não estejamos imunes à conjuntura internacional, a inflação que se deve estudar é a inflação portuguesa, tal como ela resulta do funcionamento concreto da economia portuguesa e do comportamento dos seus agentes e das suas instituições.

I.2 Como se mede então a inflação portuguesa?

Questão de difícil, se não mesmo impossível, resposta, com os indicadores de que se dispõe.

Dentro da hipótese de que a inflação se revela e se mede pela subida de preços, a questão reduz-se — no caso português complica-se — a encontrar um índice geral de preços que revele o andamento dos preços nacionais. Porém, não se dispõe de um índice geral suficientemente representativo, e, por isso, é-se conduzido a utilizar vários índices alternativos, ou, para se ser mais construtivo, com diferentes aplicações.

O índice de preços implícito nas contas nacionais dá uma ideia da evolução dos preços de todos os bens e serviços transaccionados na economia nacional. A taxa de crescimento média foi de 3,3 % por ano:

---

[3] Isto é, do período em que se realizam despesas de investimento sem acréscimo de produção resultante deste investimento em vias de constituição.

QUADRO N.º 1

	1960	1963	1966	1970
Índice	100,0	103,4	115,4	135,1

Fonte: I. N. E.

Por outro lado, dispõe-se de índices de preços no consumidor para seis cidades portuguesas, que revelam — com inúmeras deficiências [4] — o andamento dos preços dos bens e serviços adquiridos pelos consumidores urbanos [5]. A taxa de crescimento médio foi de 4,36 % por ano para o índice de preços ponderados [6]:

QUADRO N.º 2

	1960	1963	1966	1970
Índice	100	105,3	119,5	153,2

Fonte: I. N. E.

É ainda possível deduzir um índice de preços no consumidor rural [7], cuja taxa de crescimento médio é de 3,7 % por ano, isto é, mais baixa do que a do consumidor urbano:

QUADRO N.º 3

	1960	1963	1966	1970
Índice	100	104,2	118,3	143,7

Fonte: I. N. E.

Finalmente, dispõe-se ainda do índice de preços por grosso que respeita à cidade de Lisboa; a taxa de crescimento foi de 2,4 % por ano, ou seja, sensìvelmente menos do que o índice de preços no consumidor. Este aspecto será referido em III.2.

QUADRO N.º 4

	1960	1963	1966	1970
Índice	100	102	110	127

Fonte: I. N. E.

[4] Cf. *Relatório Final do Grupo de Trabalho para Estudo da Evolução dos Preços dos Bens e Serviços com Influência Determinante no Custo de Vida*, S. T. P. C., 1971.

[5] O I. N. E. publica também um índice de preços de retalho que, por não ser ponderado, representa pouco. Para os anos referidos nos quadros acima, os valores são: 100, 102,2, 113,5 e 131,2. Taxa de crescimento anual: 2 %.

[6] Ponderado pela população de cada cidade (censo de 1960).

[7] Obtido a partir da média ponderada dos índices das cidades «rurais»: Évora, Viseu e Faro.

Na impossibilidade de obter um índice geral válido, os índices disponíveis devem utilizar-se segundo finalidades particulares.

Para dar conta da evolução dos preços no conjunto da economia nacional e proceder a comparações internacionais, parece que o mais representativo seria o índice de preços implícito nas contas nacionais, no caso de ele estar bem calculado.

Para avaliar a deterioração do poder de compra final em termos de bens de consumo, o mais conveniente seria um índice de preços no consumidor para o conjunto do País e a partir de um «cabaz de compras» evolutivo. Não se dispondo desse índice, um dos anteriores poderá indicar a evolução dos preços dos bens e serviços (a partir de um «cabaz» básico estático) que um segmento dos consumidores continua a adquirir ao longo dos anos. Indicações precárias, portanto.

No entanto, a tendência para a alta e até para uma certa aceleração do crescimento desses índices verifica-se em todos. Admitindo que, convencionalmente, as taxas toleráveis de crescimento dos índices de preços são de 2 % para os implícitos nas contas nacionais e de 3 % para os no consumidor (inflação suportável), conclui-se que há inflação em Portugal com nítida aceleração a partir de 1966. Dos elementos presentes não é possível retirar conclusão mais rigorosa do que esta.

II

EMIGRAÇÃO, SALÁRIOS E EQUILÍBRIOS GLOBAIS

II.1 «No princípio era a emigração...» é uma frase tentadora. Com efeito, não cuidando neste lugar de todo um conjunto de causas que deram origem à emigração, pode considerar-se esta como um importante factor desencadeador de transformações na economia portuguesa.

Dois aspectos devem salientar-se: a rarefacção da oferta de mão-de-obra no mercado do trabalho e o fluxo de meios de pagamento constituído pelas remessas de emigrantes.

II.2 O primeiro aspecto é do conhecimento geral. Sabe-se que no decénio 1960-70 [8] perto de um milhão de portugueses (cerca de $^1/_9$ da população) emigraram para o exterior, principalmente para a Europa. O movimento emigratório começado em 1960 acelerou-se ao longo do decénio e atingiu o seu máximo em 1970, com cerca de 178 000 emigrados; a partir de 1966, os saldos demográficos têm sido negativos. Se bem que a percentagem de familiares tenha vindo a aumentar, a maioria dos emigrados é constituída por indivíduos em idade activa.

---

[8] Até 1960-61, a emigração total situava-se em torno dos 35 000 a 36 000 indivíduos; a partir desta data, a França substitui o Brasil como principal país de acolhimento e a emigração acelera-se. Cf. M. L. Marinho ANTUNES, «Vinte anos de emigração portuguesa», in *Análise Social*, n.os 30-31, 1970.

Esta saída de população, acoplada à mobilização de jovens no serviço militar prolongado, fez diminuir a oferta de mão-de-obra. Num primeiro tempo, o desemprego diminuiu, principalmente o subemprego na agricultura, onde — conforme mostram os números referentes à década — uma parte da população activa tinha produtividade marginal nula [9]. Essa diminuição do subemprego traduziu-se por um substancial decréscimo da população activa na agricultura, que de 1960 a 1970 diminuiu cerca de 31 %.

Mas a emigração não realiza punções apenas no sector primário nem é constituída ùnicamente por mão-de-obra indiferenciada. Absorve também um volume apreciável de mão-de-obra com alguma formação profissional [10], a qual é substituída por mão-de-obra proveniente da agricultura ou pelas novas gerações que acedem ao mercado do trabalho. No sector secundário, o número de activos não tem aumentado de forma significativa, e desde 1966 tem mesmo diminuído.

Algo semelhante se passa no sector de serviços, onde o acréscimo do índice de emprego é mais regular, mas também muito lento:

QUADRO N.º 5

Índices	1960	1963	1966	1970
Agricultura	100	89,2	78,7	69,1
Indústrias	100	108,1	114,2	113,1
Serviços	100	105,9	106,9	111,6

Fonte: I. N. E.

No conjunto das actividades económicas, a força de trabalho diminuiu cerca de 1,9 % no decénio, o que representa uma perda de potencial de crescimento.

Desta forma, a emigração, coadjuvada pelo prolongamento do serviço militar, não só tem diminuído a oferta quantitativa de mão-de-obra, como também, muito provàvelmente, tem prejudicado o crescimento relativo do pessoal qualificado.

Tal modificação no mercado de trabalho teve reflexos nos níveis de remunerações, tanto mais que, nos últimos anos do decénio, algumas medidas legislativas contribuíram para aumentar o poder de negociação dos sindicatos. As subidas de salários nominais acentuaram-se como consequência da menor oferta de mão-de-obra e como reacção contra a subida de preços que deteriorou o poder de compra do assalariado, porquanto, tal como no

[9] É certo que, se forem adoptados como referência os níveis de produtividade europeia, se verifica que a população activa presente em 1970 na agricultura portuguesa é ainda excedentária em cerca de 50 %. Simplesmente, há que referir que a organização do espaço é outra e que a dotação de capital técnico por trabalhador é mais elevada nos países desenvolvidos da Europa.

[10] Dos dados referentes à emigração oficial para França infere-se que cerca de ¼ dos emigrantes provinham em 1969 do sector secundário e 3,5 % do terciário, o que leva a suspeitar que não se tratava ùnicamente de mão-de-obra indiferenciada. Cf. Marinho ANTUNES, *op. cit.*, p. 363.

estrangeiro, os assalariados portugueses sofrem cada vez menos da famosa «ilusão monetária». E aumentaram um pouco mais depressa na agricultura (10,9 % por ano) do que na indústria (9,4 %) e nos serviços (10 %), o que aliás corresponde a ténue recuperação de um atraso relativo:

QUADRO N.º 6

Índice de salários nominais	1960	1963	1966	1970
Agricultura	100	128,5	177,5	281,0
Indústrias	100	118,9	164,5	258,3
Serviços	100	128,4	173,4	236,9(*a*)

(*a*) Relativo a 1969.
Fonte: I. N. E.

Sabendo-se que, em geral, a elasticidade da oferta de mão-de-obra é maior para os empregos em serviços do que para as actividades agrícolas ou industriais, é surpreendente o crescimento quase paralelo dos salários do sector terciário com os dos outros sectores. O que provàvelmente acontece é que a procura de pessoal qualificado nas actividades terciárias é elevada e os seus salários sobem ràpidamente, e, por efeito de indução e pelo jogo dos contratos colectivos, os salários das categorias profissionais que mais tendem a subir arrastam os das outras categorias e propagam-se até aos outros sectores. Também, por outro lado, as reivindicações salariais conseguem maior ou menor sucesso, não só em função das posições relativas da oferta e da procura de mão-de-obra, mas igualmente segundo o grau de organização e de força de negociação dos respectivos sindicatos. E os seus sucessos servem muitas vezes de «paradigma» para outros sindicatos ou trabalhadores não organizados. Ora, entre nós, alguns sindicatos do sector terciário apresentam melhor organização e capacidade de negociação que outros do sector secundário ... não mencionando sequer as casas do povo.

Em suma, o crescimento dos salários contribuiu para a expansão da massa salarial distribuída, que, apesar da ligeira diminuição do número de activos, subiu quase ao mesmo ritmo que o produto interno bruto.

A subida de salários teve dois efeitos: contribuiu para o crescimento dos custos salariais unitários (tautologia) e também para a expansão da procura.

II.3 Tem-se evocado, com alguma insistência, a preocupação de altas excessivas de salários constituírem factor de inflação, pois essas subidas de salários seriam levadas a repercutir-se nos preços pelos empresários desejosos de, pelo menos, manter o nível da sua taxa de lucros.

Tudo depende, é claro, do que se entender por excessivo e do que se considere estrutura desejável da repartição funcional do produto. A nível global ou macro, se os salários médios aumentas-

sem ao mesmo ritmo que a produtividade, não haveria razão para se gerarem tensões inflacionistas, pois os acréscimos de procura resultantes da expansão da massa salarial seriam compensados pelos acréscimos de oferta devidos ao incremento da produtividade [11]; também não haveria modificação na estrutura da repartição funcional do produto [12].

Ora, durante o passado decénio, 1960-70, a produtividade parece ter acompanhado o crescimento do salário médio.

Durante o decénio, o produto interno bruto, a preços de mercado e correntes, aumentou cerca de 9,7 % por ano, e, como se registou a já referida diminuição da força de trabalho, deduz-se que a produtividade nominal (preços correntes) cresceu a uma

---

[11] Seja: Y = produto; L = força de trabalho; W = massa salarial; $w = W/L$ = salário médio; $y = Y/L$ = produtividade ou produto médio.

Então, se

$$\frac{dy}{y} = \frac{dw}{w},$$

vem que

$$\frac{dY}{Y} - \frac{dL}{L} = \frac{dW}{W} - \frac{dL}{L} \therefore \frac{dY}{Y} = \frac{dW}{W}.$$

[12] Seja: K = *stock* de capital; q = taxa de lucro.

Então, repartindo-se o produto (Y) entre massa salarial ($w \,.\, L$) e massa de lucros ($q \,.\, K$),

$$Y = w \,.\, L + q \,.\, K,$$

deduz-se que

$$y = \frac{Y}{L} = w\left(1 + \frac{q \,.\, K}{w \,.\, L}\right),$$

donde

$$\frac{dy}{y} = \frac{dw}{w} + \frac{d\left(1 + \frac{q \,.\, K}{w \,.\, L}\right)}{\left(1 + \frac{q \,.\, K}{w \,.\, L}\right)}.$$

Ora, se

$$\frac{dy}{y} = \frac{dw}{w},$$

vem que

$$0 = \frac{d\left(1 + \frac{q \,.\, K}{w \,.\, L}\right)}{\left(m + \frac{q \,.\, K}{w \,.\, L}\right)} = \frac{q \,.\, K}{Y} \quad \frac{d\left(\frac{q \,.\, K}{w \,.\, L}\right)}{\left(\frac{q \,.\, K}{w \,.\, L}\right)}.$$

E, como

$$\frac{q \,.\, K}{Y} \neq 0,$$

conclui-se que

$$\frac{d\left(\frac{q \,.\, K}{w \,.\, L}\right)}{\left(\frac{q \,.\, K}{w \,.\, L}\right)} = 0.$$

A este propósito cf. A. SOUSA, «Produtividade, salário e lucro», in *Análise Social*, n.º 33, de 1972.

QUADRO N.º 7

	1960	1963	1966	1970
Índice	100	123	163	251

Fonte: I. N. E. e Relatório do Banco de Portugal.

taxa média de 9,9 % por ano. Admitindo que os salários para os sectores se expandiram à taxa média de 10 % [13], verifica-se que a diferença não é significativa.

Operando com grandezas a preços constantes, a produtividade real teria subido à taxa de 6,8 %, quando se aplica como deflator o índice de preços implícito nas contas nacionais. Empregando o mesmo deflator para os salários [14], a taxa de crescimento destes (6,9 %) pouco difere da da produtividade. Porém, se se pretender conhecer a evolução do poder de compra do salário médio, deve aplicar-se como deflator um índice de custo de vida [15] ou, na ausência deste (que é o caso), um índice de preços no consumidor. Empregando então o índice de preços no consumidor urbano (4,4 %), ou mesmo o índice de preços no consumidor «rural» (3,7 %) [16], conclui-se que o salário real cresceu apenas à taxa de 5,6 % ou 6,3 % por ano, taxas estas ligeiramente inferiores às da produtividade real.

Reconhece-se que estes dados não são absolutamente seguros. Mas os que estão oficialmente disponíveis levam a crer que as taxas de crescimento da produtividade média e do salário médio, ao longo do decénio, não devem ter diferido grandemente.

Sendo assim, parece que, de uma forma global, a subida de salários tem sido acompanhada pelo acréscimo da produtividade. Em princípio deveria manter-se um razoável equilíbrio entre a oferta e a procura. Concluir-se-ia, portanto, que, ao nível macroeconómico, os acréscimos de salários não são responsáveis pelo agravamento assinalável dos custos de produção [17] e pelo desequilíbrio da oferta e da procura.

Tão-pouco teria havido modificações em favor do trabalho na repartição funcional do produto interno, cuja estrutura é, conforme já noutro lugar notámos, uma das mais acentuadamente pró-capitalistas da Europa. Talvez — e a precariedade dos dados estatísticos incompletos não permite ser-se mais afirmativo —

---

[13] Média das taxas sectoriais (cf. II.1), que pode dar uma aproximação da taxa de crescimento de um inexistente índice nacional de salários.

[14] O que equivaleria a supor que o assalariado é comprador de bens de consumo, de bens intermediários e de bens de capital, tanto a retalho como por grosso.

[15] A evolução do salário real é medida em termos de massa física de bens e serviços de consumo que a expressão monetária desse salário pode adquirir no mercado.

[16] Cf. I.2.

[17] Aliás, outros estudos parecem chegar a esta mesma conclusão. Cf. O. Esteves de CARVALHO, *Influência dos Salários sobre o Custo de Vida*, F. D. M. O., Lisboa, 1970.

tenha mesmo havido alguma deterioração da participação da massa salarial naquele produto.

A taxa de lucro, mesmo na constância da repartição funcional do produto, depende da evolução do coeficiente capital-produto [18].

Ora o exame dos indicadores disponíveis leva a crer que o coeficiente capital-produto do conjunto das actividades produtivas portuguesas se tem mantido constante em torno de 3, ou tem mesmo diminuído ligeiramente como consequência dos efeitos do progresso tecnológico. Se assim é, então a taxa de lucro do conjunto das actividades económicas portuguesas não terá, pelo menos, diminuído. Isto reforça a conclusão anterior segundo a qual, em termos gerais, não teria havido razões genéricas para os aumentos de salários se repercutirem nos preços ... a menos que se estime que as actuais taxas de lucro não são suficientemente elevadas e incitadoras de novos investimentos.

O que agora se estudou diz respeito ao passado. O que se concluiu não impede que no futuro, se os salários aumentarem substancial e bruscamente a um ritmo superior ao dos ganhos de produtividade, haja efeitos inflacionistas se os empresários quiserem conservar a actual taxa de lucro e se o coeficiente capital-produto não descer de forma apropriada. Este assunto será retomado no capítulo final.

Outra restrição se deve impor às conclusões anteriores. A análise atrás efectuada é do tipo macroeconómico, em que jogam grandezas agregadas ao nível nacional. Porém, quando se desagregam essas grandezas ao nível de sectores ou de subsectores, podem verificar-se casos díspares e andamento das variáveis diferente de uns para outros. Podem, assim, existir sectores onde as evoluções de salários, da produtividade e dos preços conduzam a situações inflacionistas pela subida efectiva dos custos de produção unitários, ao mesmo tempo que outros usufruem um sobrelucro derivado de condições inversas. Carece-se, pois, de uma análise mais pormenorizada para se poderem detectar as distor-

---

[18] Designando o coeficiente de intensidade capitalística por $k = K/L$, admitindo a relação

$$\frac{dy}{y} = \alpha \cdot \frac{dk}{k}$$

e recordando que

$$\frac{dy}{y} = \frac{dw}{w},$$

de

$$q = \frac{d\,(q \,.\, K/w \,.\, L)}{q \,.\, K/w \,.\, L} = \frac{dq}{q} + \frac{dk}{dk} - \frac{dw}{w} = \frac{dq}{q} - (\alpha - 1)\,\frac{dk}{k}$$

vem

$$\frac{dq}{q} = (\alpha - 1)\frac{dk}{k}.$$

Isto é, a taxa de lucro aumenta se $\alpha > 1$, mantém-se se $\alpha = 1$ e diminui se $\alpha < 1$. Ora, sendo o coeficiente capital-produto $\lambda = K/Y = k/y$, se λ cresce, quer dizer que $\alpha < 1$, se λ desce, significa que $\alpha > 1$, e se λ se mantém constante, então $\alpha = 1$.

Cf. igualmente A. SOUSA, *op. cit.*

ções e os focos de tensões inflacionistas que se propagam ao resto da economia.

II.4 Referiu-se que os acréscimos de salários contribuíram para a expansão da procura, o que é um movimento positivo para a economia, pois que o trabalho remunerado pelos salários em alta deu origem a um produto suplementar. Esta é a forma mais salutar de expansão do poder de compra nas economias em que não há subemprego do factor capital técnico.

Simplesmente, na economia portuguesa a procura tem-se expandido devido a outros factores. Um deles são as despesas militares; outro, o turismo; outro, as remessas de emigrantes.

II.4.1 As despesas militares têm aumentado desde 1961 até ao presente ao ritmo de 16,26 % por ano, bastante superior ao do produto nacional a preços correntes. E, em 1970, essas despesas alcançavam cerca de 13 milhões de contos, ou seja, 7,9 % do PIB e 7,3 % do PNB [19]:

Despesas militares

QUADRO N.º 8

	1960	1963	1966	1970
índice	100	204,3	279,4	451,0

Fonte: Conta Geral do Estado.

Como parte das despesas normais foram reafectadas a despesas militares, o Estado foi obrigado a recorrer a três fontes de financiamento: dívida externa, dívida interna e novos impostos.

A dívida externa, que cresceu até 1966, representou um poder de compra suplementar injectado na economia portuguesa sem contrapartida de produção. Só é anulado na medida em que se destina em parte a financiar compras de material ao estrangeiro. Em 1970 atingia 9,9 milhões de contos:

Despesa pública externa

QUADRO N.º 9

	1960	1963	1966	1970
índice	100	333	496	521

Fonte: Conta Geral do Estado.

A dívida interna não cria poder de compra suplementar, mas, na medida em que — qualquer que seja o jogo contabilístico da sua afectação — serve para financiar pagamentos a pessoal ou

[19] 163,5 e 178,9 milhões de contos, respectivamente, a preços correntes. Cf. Relatório do Banco de Portugal, 1971.

compra de bens ou serviços consumidos pelo pessoal e despendidos na economia metropolitana, funciona como crédito ao consumo feito por aqueles que poupam, isto é, que tomam os títulos de dívida pública. Se a subscrição dos títulos é feita a partir de massa monetária criada e o financiamento do consumo (tanto interno com externo) já não é realizado em contrapartida da poupança de alguns, mas a partir do crédito bancário, então a criação de poder de compra suplementar é ainda mais evidente [20]. De qualquer modo, uma parte da dívida pública interna vem, ao cabo e ao resto, a financiar consumos de não produtores de bens e serviços. O desenvolvimento desta situação equivale à expansão do financiamento ao consumo. A dívida pública interna, que, em 1970, atingia 29,3 milhões de contos (15,6 milhões correspondendo à dívida pública consolidada e 13,6 à dívida pública amortizável interna), tem vindo a crescer à taxa de 7,1 % por ano:

QUADRO N.º 10

Índices	1960	1963	1966	1970
Dívida pública consolidada	100	121	141	171
Dívida pública amortizável interna	100	143	190	239

Fonte: Conta Geral do Estado.

Outro tanto não se poderá dizer da parte financiada pelo imposto (poupança privada forçada), na medida em que o acréscimo do montante colectado corresponde a compressões de consumo dos contribuintes. Mas deve acrescentar-se que os aumentos de impostos indirectos se traduzem, na maior parte das vezes, por efeitos imediatos sobre os preços dos bens e serviços assim onerados (em geral, de consumo não essencial).

Portanto, as despesas militares têm contribuído para acréscimos do poder de compra expresso em termos monetários, em montante e proporção por agora difíceis de quantificar.

II.4.2 As despesas dos turistas representam um poder de compra suplementar, acrescido, em cada ano, à procura dos residentes e dirigido à capacidade de oferta nacional. Tem vindo a aumentar a ritmo irregular, mas muito fortemente, com uma taxa média anual de 120 % [21], e atingiu 3,6 milhões de contos em 1970 [22].

[20] É o que acontece com a parte das reservas de caixa dos organismos de crédito tituladas em promissórias de fomento nacional. Trata-se de um engenhoso sistema que equivale a diminuir a parte imediata das reservas de caixa e a transferir para financiamento do Estado os fundos correspondentes; em contrapartida, os estabelecimetos de crédito percebem um pequeno juro. Atingiam, em 1970, cerca de 4 milhões de contos (2,1 da banca comercial e 1,9 da C. G. D.) e, nos últimos anos, têm aumentado à taxa de 5 % por ano.

[21] Para 1960 e 1963 só se dispõe do saldo da balança para a zona do escudo. Para 1966 e 1970, os valores referem-se aos da balança da metrópole com o estrangeiro. A taxa de 120 % oferece, por isso, dúvidas. Mas a taxa real foi certamente muito elevada.

[22] E 5,3 milhões em 1971.

Saldo da balança do turismo

QUADRO N.º 11

	1960	1963	1966	1970
Índice	100	389	1 678	1 171

Fonte: Relatório do Banco de Portugal.

As características principais deste tipo de despesas são três: acrescem substancialmente a procura interna; concentram essa procura em algumas épocas do ano e em certas zonas, e criam capacidade para importar. Isto é, se a oferta de bens e serviços de origem interna não for suficiente, pode-se importar; mas se há acréscimos bruscos não previsíveis cuja satisfação não está prevista por importação antecipada ou coincidente no tempo, criam-se tensões inflacionistas ... o que é propiciado pela referida concentração no tempo e no espaço.

II.4.3 Mas o grande fluxo alimentador da expansão da procura, expressa em termos monetários, têm sido as remessas de emigrantes. Estas têm crescido ao elevado ritmo de 24,4 % por ano e atingiram 13,9 milhões de contos em 1970 [23], ou seja, 7,9 % do PIB e 10,5 % da despesa interna em bens e serviços [24], o que dá bem uma ideia da sua extraordinária importância para a economia portuguesa:

Saldo das transferências privadas vindas do estrangeiro

QUADRO N.º 12

	1960	1963	1966	1970
Índice	100	125,5	288,9	883,7

Fonte: Relatório do Banco de Portugal.

Este fluxo de divisas estrangeiras — o segundo mais importante logo a seguir às exportações — transforma-se, depois de as mesmas divisas serem trocadas por moeda nacional (alimentando assim a acumulação do *stock* de meios de pagamento internacionais), num subfluxo de consumos, poderoso estimulante da procura adicional directa de bens e serviços de consumo interno, e num outro subfluxo de poupanças, em proporções que não é possível estabelecer. A maior parte destas poupanças é captada pelo sistema bancário sob a forma de depósitos primários, que, pelo multiplicador do crédito, fazem expandir os meios de pagamento escriturais. Estes, na medida em que se aplicam em financiamento

[23] E 18,3 milhões em 1971.

[24] Que é de 132,3 milhões de contos, a preços correntes. Cf. Relatório do Banco de Portugal, 1971.

do consumo pelo crédito bancário, vão, por seu turno, criar nova capacidade adicional da procura.

Não é possível, tão-pouco, medir estes incrementos directos e indirectos, mas pode inferir-se com alta probabilidade que as remessas de emigrantes têm constituído um importante fomentador da expansão do poder de compra, expressa em termos monetários, ao mesmo tempo que criam capacidade para importar, compensadora da insuficiente produção nacional [25].

Simplesmente, e mais uma vez, não basta considerar a expansão da procura global. Esta procura não se reparte uniformemente, nem sectorialmente, nem espacialmente. O crescimento do rendimento *per capita* dos residentes, na parte que se dirige ao consumo, e as despesas de consumo dos turistas fazem alterar o perfil da procura e provocam efeitos diferentes, conforme o tipo de bens ou serviços em que se aplicam mais ou menos intensamente e o lugar onde se despendem. Requer-se, de novo. uma análise menos agregada ... mesmo que os dados estatísticos pouco ajudem a realizá-la.

III

MERCADO DE BENS E SERVIÇOS

III.1 A procura interna de bens e serviços por parte dos consumidores e do Estado tem vindo a crescer muito firmemente. A sua taxa de crescimento, em termos monetários, foi de 9,6 % por ano e, em termos reais, de 6,5 %. Em 1970 atingiu 157,7 milhões de contos (132,3 dos consumidores e 25,4 do Estado), ou seja, 73 % do PNB:

Procura de bens e serviços

QUADRO N.º 13

Índices	1960	1963	1966	1970
Preços constantes	100	122,6	140,5	188,4
Preços correntes	100	124,8	162,0	250,6

Fonte: I. N. E. e C. N.

É patente que à expansão da procura em termos monetários não tem correspondido um crescimento suficiente da oferta, fazendo-se a compatibilização *ex post* pelo empolamento dos preços. Ou, pelo menos, a procura não coincide estruturalmente com a oferta, daí resultando desequilíbrios com reflexos nos preços e com transmissões em cadeia.

---

[25] A emigração, pela sua amplitude e aceleração em curto espaço de tempo, pode considerar-se, na história económica portuguesa, como equivalente aos primeiros resultados da expansão colonial.

III.2 Estrutura da procura

Dos 132,3 milhões de contos de despesas em bens e serviços pelos consumidores, provàvelmente cerca de 61 % provêm da massa salarial (80 milhões equivalendo a cerca de metade do PIB), sendo o restante constituído por despesas de não residentes, por remessas do exterior aplicadas em consumo e por consumos alimentados por rendimentos provenientes de lucros e subvenções.

Dada a importância daquela rubrica na formação da procura dos consumidores, importa tentar esboçar a sua provável evolução estrutural.

III.2.1 Como já se apontou atrás, tudo leva a crer que os salários que mais subiram foram os das categorias profissionais de pessoal qualificado ou semiqualificado, embora estas subidas não deixem de ter efeitos indutivos sobre os salários das outras categorias profissionais. As remunerações dos técnicos médios e superiores, que já eram relativamente elevadas, continuaram a subir [26]. No funcionalismo público, as remunerações [27] dos escalões superiores têm subido mais, em valor absoluto, do que as dos escalões inferiores. As classes de profissões liberais viram aumentar o número dos seus componentes (contando até com novas profissões) e as suas remunerações aumentaram ainda mais ràpidamente. Em suma, o leque das remunerações efectivas parece não se ter estreitado, antes pelo contrário.

Tendo diminuído o número relativo da mão-de-obra não especializada — absorvida em parte pela emigração —, é de crer que a parte do total das remunerações do factor trabalho recebida pelos profissionais com mais altas remunerações tenha aumentado. É certo que, por exemplo, o salário médio na agricultura aumentou ràpidamente, mas, como o número de activos diminuiu, a massa salarial distribuída aos trabalhadores rurais aumentou apenas 6,6 % por ano, em termos monetários, durante o decénio. Comparando com a taxa de crescimento da procura dos consumidores, que foi de 9,1 % por ano [28], conclui-se ser provável que a participação dos trabalhadores rurais na procura global tenha diminuído.

Do ponto de vista espacial, a repartição da massa salarial vem favorecendo as zonas urbanas ou suburbanas, principalmente nas regiões polarizadas de Lisboa e Porto. Com efeito, nestas áreas se concentram a maioria dos técnicos (tanto das actividades privadas como das administrações pública e para-pública) e se localizam as actividades (industriais ou de serviços) mais modernas, que requerem mão-de-obra mais qualificada. Também aí

---

[26] O vencimento médio de um quadro técnico em Portugal é quase equivalente ao de um técnico similar nos países europeus desenvolvidos; tanto assim é, que a emigração destes profissionais tem sido diminuta.

[27] Contando-se como remuneração tanto o vencimento principal como os complementos por inerência do cargo ou por acumulação.

[28] Calculadas ambas as taxas sobre valores a preços correntes.

vive a maioria dos componentes das profissões liberais (cerca de ⅔ dos médicos, engenheiros, juristas e economistas vivem em Lisboa e no Porto). Aliás, esta concentração corresponde ao fenómeno, já verificado pelo censo de 1970, da migração da população do interior rural para as zonas urbanas, principalmente para as da área mais litoral.

Acrescente-se que esta concentração espacial, verificada mesmo ao nível das remunerações do trabalho, é reforçada pelo facto de a maioria daqueles que auferem rendimentos de capital viverem também nessas áreas. As próprias remessas enviadas por emigrados das zonas rurais para as suas famílias ali residentes fluem em parte — na medida em que se transformam em poupanças não entesouradas —, através da rede do sistema bancário, para as zonas urbanas, onde encontram a sua aplicação funcional pelo crédito.

III.2.2 A manutenção de um elevado grau de concentração funcional na repartição do produto, a provável acentuação verificada na concentração pessoal dos rendimentos e o reforço da sua concentração espacial têm efeitos sobre a estrutura da procura [29].

Do que até aqui se disse se deduz que os acréscimos mais significativos do poder de compra se manifestam principalmente nos segmentos populacionais com esquemas de consumo de tipo urbano. Esquemas estes que, aliás, se transmitem parcialmente às zonas rurais, para aqueles consumidores aí residentes, mas com mais alto poder de compra [30].

Estes mesmos esquemas estão em progressiva evolução. À medida que o rendimento disponível se eleva, a estrutura, ou perfil do consumo, tende a modificar-se no sentido de incorporar novos tipos de bens ou de serviços anteriormente não consumidos ou de alargar as percentagens da despesa total dedicadas a rubricas de consumos antes pouco contemplados. Como, de uma forma ou de outra, jogam os efeitos demonstração-imitação, as novas rubricas dos consumos dos segmentos populacionais mais ricos tendem a ser bens de tipo superior, em geral importados. Com o crescimento do rendimento, os novos tipos de bens ou serviços difundem-se.

Para os segmentos populacionais de rendimentos mais baixos ou mesmo médios, os acréscimos de rendimento traduzem-se, em geral, por acréscimos de bens alimentares e de vestuário simples. Para os segmentos populacionais de mais altos rendimentos são os bens manufacturados mais elaborados e serviços de qualidade superior.

Isto é já suficiente para se perceber que, quando se fala em crescimento da procura global, se não destaca o aspecto da modi-

---

[29] Sobre o esquema analítico de base cf. C. FURTADO e A. SOUSA, «Perfil da procura e perfil do investimento», in *Análise Social*, n.os 27-28, de 1969, e ainda A. SOUSA, «O desenvolvimento económico e social português. Reflexão crítica», *loc. cit.*

[30] O efeito demonstração provocado pela emigração tão-pouco é despiciendo.

ficação da estrutura ou da composição do consumo. Compreende-se igualmente que a heterogeneidade das rubricas do consumo será tanto maior quanto mais elevado for o grau de concentração do rendimento.

De um modo geral, há acréscimos de consumo de bens alimentares, com mais acentuada incidência na procura dos bens de melhor qualidade, como carne, frutas e lacticínios. Há também acréscimos de consumo de vestuário, mas com mudança de qualidade, tendendo-se a dar preferência a bens sucessivamente de melhor qualidade, incluindo nesta o estilo, corte ou desenho. No conjunto dos bens manufacturados tende-se a consumir bens mais sofisticados, tanto nos electrodomésticos como nos acústicos, como ainda nos meios de transporte e de comunicação. No alojamento tende-se a consumir «mais» alojamento (área) e de melhor qualidade (acabamentos e localização).

No entanto, na alteração da composição do consumo e, portanto, da procura influem não só o acréscimo de rendimento, mas também a comunicabilidade internacional e o grau de urbanização. Para um país como Portugal, escassamente produtor de tecnologia (nomeadamente da tecnologia de produção de novos bens), a comunicabilidade internacional permite dar a conhecer aos consumidores os bens novos e incitar à sua compra pela imitação. Assim, o acréscimo do rendimento tende a estimular o consumo de bens produzidos no exterior, desde que as fronteiras comerciais estejam suficientemente abertas. Do mesmo modo, como os segmentos de população com mais altos rendimentos têm maior propensão a adquirir bens ou serviços (turismo, etc.) importados, se o rendimento daqueles segmentos cresce mais ràpidamente do que o dos restantes segmentos, a incidência sobre a importação é mais vincada.

Nas sociedades urbanas, as estruturas de consumos tendem a ser diferentes e, em geral, obtidas através da transacção monetária. Os bens alimentares não são obtidos directamente do produtor agrícola, mas pela intermediação do comerciante, quando não pela do industrial, se se trata de bens alimentares transformados. Portanto, um dado acréscimo de procura de bens alimentares por parte de uma população urbanizada tem mais probabilidades — para um dado nível de produção e de importação — de alterar os preços do que o mesmo acréscimo por parte de uma população rural. Na rubrica «alojamento», a diferença mostra-se ainda mais sensível, pois que, para uma procura adicional concentrada em áreas geográficas restritas [31], a oferta de terrenos é rígida e, se os preços destes forem livremente estabelecidos no mercado, a pressão da procura faz elevar esses preços. Além disso, as empresas e a Administração são concorrentes das famílias na ocupação do espaço urbano.

No capítulo dos serviços, a mutação é grande. Satisfeitas as

[31] E que requer uma infra-estrutura mais completa do que nas zonas rurais.

necessidades correntes de bens, a procura de serviços [32] (educação, desporto, cultura, recreação, viagens, etc.) tende a aumentar ràpidamente com o rendimento e o tempo (tempos livres) disponíveis. Mas, por factores sociológicos da vida urbana, este acréscimo de procura faz-se sentir mais intensamente nas zonas urbanas do que nas zonas rurais.

III.2.3 Em resumo: propulsionadas pelo crescimento do rendimento, pela intensificação da urbanização das populações, pelos efeitos de imitação vindos do exterior e propagados por demonstração no interior do País, as estruturas do consumo e da procura final alteram-se progressivamente. Tende-se a comprar (monetarização da troca) mais bens alimentares e de melhor qualidade; compra-se mais vestuário e de melhor qualidade; consomem-se bens cada vez mais elaborados; procura-se melhor alojamento; gastam-se percentagens cada vez mais elevadas do rendimento em serviços de vária ordem.

E é isto que se tem verificado em Portugal, com o acréscimo dos salários e dos rendimentos exteriores, com a crescente urbanização da população e com a intensificação dos contactos com o exterior, dos quais a emigração (com o retorno definitivo ou temporário) não tem sido o menor.

Embora toscamente [33], o quadro de elasticidades [34] reproduzido a seguir mostra quais as tendências do consumidor português. De notar que os consumos alimentares tendem a diminuir relativamente, enquanto os de bens duráveis e serviços tendem a ocupar um lugar relativo cada vez mais importante:

QUADRO N.º 14

Rubricas	η
Alimentação	0,70
Bebidas	0,64
Tabaco	0,90
Vestuário e calçado	1,47
Rendas de casa e água	1,00
Aquecimento e iluminação	1,77
Bens duradouros	1,83
Higiene e saúde	1,34
Transportes e comunicações	1,64
Serviços recreativos	1,48
Ensino	1,62
Outros serviços	1,09

[32] Mas isto não se verifica apenas ao nível de procura das famílias. As empresas e o Estado tendem a consumir cada vez mais serviços (de gestão, de pesquisa, de organização, de diversos consultores, etc.).

[33] Trata-se de elasticidades de despesas específicas em relação com a despesa total e consideram-se agregadamente todos os consumidores, qualquer que seja a classe de rendimentos.

[34] Calculado por J. M. ROLO, do Gabinete de Investigações Sociais, a partir de séries estatísticas cronológicas recolhidas por A. BORREGO, do S. T. P. C.

Referiu-se a evolução da procura dos consumidores. Mas, se a produção interna responder no sentido de satisfazer uma grande parte da procura dos consumidores, a procura de bens intermédios, de bens de equipamento e de serviços de produção também se modifica. Em consequência, a procura global evolui para todos os tipos de bens.

III.3 Reacção da oferta

III.3.1 Quando a oferta de bens e serviços de produção interna não é suficiente ou adequada, ou se recorre às importações ou ocorrem elevações de preços. Interessa, portanto, tentar avaliar a capacidade de reacção da produção nacional. Mas, antes disso, pode ser útil uma precisão sobre o que se entende por capacidade de reacção ou de resposta.

Não se pode avaliar a capacidade de reacção ou de resposta da produção às solicitações da procura pela evolução da oferta considerada agregadamente e *ex post*. *Ex post,* porque aí já actuaram ou produziram efeitos os acréscimos de preços; agregadamente, porque, como a procura não cresce homotèticamente, a oferta, ao dar uma resposta adequada, deve responder à procura de cada bem e de cada serviço, e não a uma procura agregada e indeterminada na sua composição.

Ora a capacidade de resposta de cada sector ou ramo de produção ao acréscimo da procura que lhe é dirigida depende da possibilidade de obter ganhos de produtividade, do nível do investimento suplementar e do grau de monopólio.

Se se trata de um ramo onde há possibilidade de obter ganhos de produtividade através da adopção de melhores tecnologias de produção e de organização, o acréscimo de produção pode fazer-se com decréscimo dos custos em *inputs* e/ou aumento do produto por unidade de trabalhador empregue. Se o nível de salários aumentar, a elevação da produtividade pode cobrir esse acréscimo dos custos salariais e manter-se, assim, o custo unitário de produção.

Se nesse ramo de produção não há capacidade para conseguir ganhos de produtividade, a expansão da produção tem de se realizar com o mesmo insumo de *inputs e* de factores por unidade de bem ou serviço produzido. Poderá, sim, expandir-se a capacidade de produção e a produção com os novos investimentos [35]. Mas, se houver aumento de salários, o custo unitário aumentará.

Se nesse ramo de produção existe um elevado grau de monopólio (sob qualquer das formas que pode assumir), a resposta ao acréscimo da procura que lhe é dirigida tende a ser, não a do au-

---

[35] Porém, de um modo geral, o investimento e a possibilidade de ganhos de produtividade andam associados, porquanto, dado o constante progresso tecnológico, a utilização de novo equipamento permite veicular para o processo produtivo esses progressos tecnológicos favorecedores de maiores produtividades. Além disso, a instalação de novos equipamentos e, com maior razão, a criação de novas unidades de produção oferecem oportunidades para melhorias na própria organização produtiva.

mento da oferta através de acréscimos de produtividade e/ou da capacidade produtiva, mas sim a do aumento de preços até ao ponto em que eles não sejam ainda suficientemente altos para provocarem fenómenos de substituição ou de recusa de compra. Neste grau de monopólio entram elementos tais como: defesa contra a concorrência exterior, capacidade de concerto entre os empresários ou efeitos de liderança por empresa dominante, incidindo estes elementos sobre a fixação de preços e/ou sobre a liberdade de entrada de novos concorrentes no mercado.

Claro que, em cada ramo, estas situações podem ser mistas e evolutivas no tempo. E, conforme a situação, assim a resposta do ramo de produção pode ser mais ou menos inflacionista, isto é, equiparar a oferta em termos monetários à procura em termos monetários através da subida dos preços, e não através da subida do volume físico da oferta.

A capacidade de obter ganhos de produtividade não é a mesma para todos os ramos, mesmo supondo uma igual capacidade e um igual dinamismo empresarial em todos. Há ramos de produção onde o aparecimento e a utilização factual de nova tecnologia têm sido mais intensivos; há ramos, ainda, onde a introdução progressiva de novo equipamento ou a constituição de novas unidades produtivas são mais fáceis, para uma dimensão esperada do mercado, devido às menores indivisibilidades técnicas dessas unidades ou dos subconjuntos de equipamento. De uma forma geral, os ramos industriais são aqueles que mais têm beneficiado ou podido introduzir progressos tecnológicos nas suas técnicas de produção. Os ramos da produção agrícola também têm beneficiado de importantes progressos, mas aqui condicionados pelos processos orgânicos naturais e pela aleatoridade das condições climatéricas. É nos serviços que os progressos de produtividade derivados da nova tecnologia têm sido mais lentos ... embora, quase paradoxalmente, alguns serviços resultem justamente do progresso tecnológico em longo prazo: a informática é um desses casos. Mas a maioria dos serviços de consumo corrente tem verificado poucos progressos tecnológicos: o ensino, a administração pública, a hotelaria, os divertimentos, constituem exemplos. Nestes ramos, a produtividade cresce lentamente.

É este o panorama comum à maioria dos países. Em Portugal, alguns aspectos suplementares caracterizam o nosso caso.

III.3.2 Na agricultura, o produto (valor acrescentado bruto), calculado a preços constantes (preços de 1963), tem vindo a crescer irregular e lentamente; entre 1960 e 1970 cresceu à taxa média de 1,2 % por ano:

QUADRO N.º 15

	1960	1963	1966	1970
Índice	100	108,5	107,3	112,6

Fonte: I. N. E.

Mas, como o emprego agrícola tem diminuído ràpidamente, a produtividade real tem aumentado a um ritmo mais acelerado do que o produto; naquele decénio cresceu 6,3 % por ano [36]:

QUADRO N.º 16

	1960	1963	1966	1970
Índice	100	121,8	128,7	183,8

Fonte: I. N. E.

Este acréscimo de produtividade resultou certamente do facto de ter saído da agricultura uma quantidade considerável de mão-de-obra cuja produtividade marginal era nula ou pouco elevada. Algum redimensionamento das explorações pode ter provocado também determinados progressos ou economias de escala de *reduzido* efeito total. É que os bloqueamentos institucionais têm continuado a impedir a reorganização técnica das áreas produtivas, e, assim, a mecanização, especialização, estocagem e distribuição têm encontrado limitações nos progressos possíveis.

Não se julga, porém, que este acréscimo de produtividade possa ser imputado ao acréscimo de investimento, pois o capital agrícola apenas aumentou 1,07 % por ano, a preços constantes, entre 1960 (62,5 milhões de contos) e 1970 (69,4 milhões de contos). No entanto, apesar da quase estagnação do investimento, o coeficiente de intensidade capitalística (capital por activo empregado) cresceu 5,2 % por ano, o que significa que um montante quase constante foi utilizado por um número menor de activos para gerar um valor acrescentado também quase estagnado. E, assim, o coeficiente capital-produto apresentou ligeiras flutuações em torno de 3,9.

Estes indicadores numéricos simples permitem já detectar algumas evoluções com interesse no domínio da inflação.

Perante o crescimento da procura interna de bens agrícolas, nomeadamente de bens alimentares, concorrenciada pela procura externa (exportações, que acrescem à procura interna para formar a procura total), a produção agrícola, quase estagnada, não deu resposta suficiente. As consequências foram o contínuo crescimento das importações de bens alimentares (nomeadamente cereais, carnes e oleaginosas) e a subida dos preços. Com efeito, o índice de preços pagos ao produtor agrícola cresceu 4,1 % por ano:

QUADRO N.º 17

	1960	1963	1966	1970
Índice	100	100,7	127,1	149,8

Fonte: I. N. E.

[36] (Produtividade nominal) 10,4 % — 4,1 % (preços) = 6,3 % (produtividade real).

Deflacionando o índice dos salários agrícolas por este último índice de preços, verifica-se que os custos reais salariais da agricultura aumentaram 6,5 % por ano:

QUADRO N.º 18

	1960	1963	1966	1970
Índice	100	127,6	139,7	187,6

Fonte: I. N. E.

ou seja, ligeiramente mais do que a produtividade real. Como o coeficiente capital-produto se manteve quase constante, isso significa que a taxa de lucro deve ter diminuído ligeiramente e que a repartição funcional do produto evoluiu no sentido de favorecer a parte do factor trabalho, a qual, segundo os dados disponíveis, passou de 25,9 % em 1960 para 42,6 % em 1969 [37].

Quer dizer que a subida de preços no produtor foi efeito simultâneo da insuficiência da oferta e da subida dos custos salariais não totalmente compensados pelos acréscimos de produtividade.

Comparando o índice de preços no produtor com o índice de preços no consumidor [38] da rubrica alimentação, verifica-se que este cresceu quase à mesma taxa anual (4,0 %) que aquele, durante o decénio, mas, durante os últimos quatro anos (1966-70), enquanto o primeiro manteve a taxa de crescimento do decénio (4,1 %), o segundo acelerou o seu crescimento (4,6 %):

QUADRO N.º 19

	1960	1963	1966	1970
Índice	100	104,5	123,3	147,6

Fonte: I. N. E.

Se for decomposto por cidades, verifica-se que as taxas de crescimento são:

QUADRO N.º 20

Cidades	1960-70	1966-70
Lisboa	4,3	4,7
Porto	4,6	4,7
Coimbra	3,7	3,0
Évora (*a*)	3,5	3,6
Viseu (*a*)	3,5	2,7
Faro (*a*)	4,5	4,9

(*a*) Índices a partir de 1962; extrapolados para 1960.

[37] Nestes valores há certamente erro sistemático por defeito devido à forma de imputar o rendimento do pequeno proprietário trabalhador. Todavia, para aqui, o que interessa apurar é o sentido da evolução.

[38] Índice médio ponderado da rubrica no dispositivo do índice de preços no consumidor das seis cidades do continente.

Estes dois quadros sugerem que a subida dos preços no consumidor de bens alimentares se tem acelerado nos últimos anos, principalmente nos centros urbanos, onde a procura tem aumentado mais ràpidamente, por efeito do crescimento da população e do rendimento (Lisboa e Porto) ou do poder de compra de residentes temporários (Faro), e onde a estrutura da procura de bens alimentares se tem modificado no sentido de maior procura de bens de melhor qualidade.

É certo que o índice de preços de bens alimentares no consumidor não tem a mesma composição material de bens que o índice de preços no produtor; aquele inclui bens alimentares transformados e/ou importados e estes bens vendidos à indústria e exportados. Porém, a diferença de taxas verificadas nos últimos anos para os dois índices sugere que a intermediação de abastecimento às cidades com mercado em expansão funciona como elemento inflacionador dos preços finais e que a estrutura da oferta interna não corresponde, provàvelmente, à estrutura da procura efectiva.

Parece, portanto, poderem detectar-se dois focos de inflação: na produção de bens agrícolas e na distribuição de bens alimentares. Se acrescentarmos que a produção da pesca também tem sido insuficiente, conclui-se que há um terceiro foco inflacionista. Ou, para se ser mais genérico, as insuficiências da produção e da distribuição de bens alimentares constituem um importante factor de inflação.

Concluir-se-á também que o sector primário continua a ser, se não o «peso morto», pelo menos o sector mais inerte da economia portuguesa. Até 1970, os ganhos de produtividade realizaram-se quase exclusivamente por perda de trabalhadores, e não por aumento do produto propulsionado pelo investimento e por progressos de organização.

III.3.3 No conjunto do sector secundário tem-se verificado uma expansão considerável. Em termos reais, o crescimento do produto foi de 8,3 % por ano, ao mesmo tempo que a produtividade média aumentava 7 %:

QUADRO N.º 21

Índice	1960	1963	1966	1970
Produto	100	126,6	157,8	222,5
Produtividade ...	100	113,6	143,6	196,3

Fonte: I. N. E. e S. T. P. C.

Estes acréscimos de produtividade parecem dever-se fundamentalmente ao investimento, com crescimento do coeficiente de intensidade capitalística à taxa de 5,6 % por ano, e à introdução de progressos tecnológicos, com baixa do coeficiente capital-produto.

QUADRO N.º 22

Indústrias transformadoras	1960	1963	1966	1970
Índice de K/L ...	100	115,6	139,5	163,3
Valor de K/Y ...	1,6	1,6	1,5	1,4

Fonte: S. T. P. C.

Esta progressiva adopção de técnicas de tipo capital-intensivas responde certamente a necessidades técnicas de novos e melhores fabricos, mas também ao interesse de substituir por capital produtivo uma mão-de-obra que se vai tornando cada vez menos barata. Com efeito, os salários nominais aumentaram à taxa de 9,2 % por ano e, como os preços dos produtos do sector subiram 2,4 %, os custos salariais reais subiram 6,8 %:

QUADRO N.º 23

	1960	1963	1966	1970
Índice	100	115,2	148,5	179,6

Isto quer dizer que, sendo a taxa de crescimento do custo salarial ligeiramente inferior à de crescimento da produtividade média, a parte do factor trabalho na repartição do produto não deve ter aumentado (se é que não diminuiu ligeiramente) e que não há razão para se crer num agravamento dos custos unitários de produção por efeito dos salários. Como, simultâneamente, o coeficiente capital-produto diminuiu, é-se conduzido a deduzir que muito presumìvelmente a taxa de lucro terá subido. Não teria, portanto, havido motivo para inflação pelos custos nas actividades industriais.

Mas, comparando a taxa de crescimento da produtividade com a taxa de crescimento do salário nominal (9,2 %), conclui-se que o sector emitiu mais poder de compra em termos monetários do que criou riqueza (bens e serviços) em termos reais. Contribuiu, pois, com a sua parte para a criação de poder de compra excessivo, ou, mais correctamente, não contribuiu suficientemente com acréscimos de produto real para satisfazer a procura que ele próprio gerou. Parte (quase metade) dos acréscimos salariais foram anulados pelo crescimento dos preços no consumidor; o poder de compra real cresceu apenas 4,8 %:

QUADRO N.º 24

	1960	1963	1966	1970
Índice	100	111,8	137,5	152,2

Parece, portanto, que, de um modo geral, no sector secundário se localiza um foco de inflação formado pelo insuficiente crescimento da produção.

Esta análise global do sector careceria de ser desagregada, o que não é possível. No entanto, a informação fornecida pelos relatórios do Inquérito Semestral de Conjuntura da Corporação da Indústria revela que a produção de bens intermediários e de bens de investimento se tem expandido mais firmemente do que a produção de bens de consumo e que as actividades produtoras daqueles dois primeiros tipos de bens trabalham a taxas de utilização das suas capacidades produtivas (83 % e 86 %) superiores à das actividades produtoras do terceiro tipo de bens (75 %).

A ser assim, isto pode significar duas coisas: a primeira é que parece estar a realizar-se um processo de substituição de importações quanto a bens intermediários e a bens de investimento, sem esquecer que alguns destes (por exemplo, reparações navais) se destinam à exportação. Trata-se de uma substituição de importações dentro da matriz de relações interindustriais *(input-output)* relativamente a alguns *inputs,* o que conduz a um adensamento dessa matriz. Simplesmente, parece menos dinâmico, ou até estagnado, o processo de substituição de importações no referente a bens de consumo [39]. É evidente que continuam a crescer as importações de bens intermédios e de equipamento; mas os insumos de alguns teriam passado a ser satisfeitos, total ou parcialmente, pela produção interna. Tal processo seria favorável se correspondesse a uma maior especialização competitiva dentro do comércio internacional, em que, como a Suíça ou a Bélgica, se renunciaria a produzir a gama completa de bens de consumo, mas se exportariam outros bens, entre eles bens intermédios e equipamentos. Tal não parece ser ainda o caso. Perante a procura crescente de bens de consumo manufacturados, tem sido a oferta externa (importações) que tem crescido com mais intensidade e que vem sendo compensada, não pela exportação de outros bens, mas pelas remessas de fundos do exterior (tranferências privadas e capitais externos). Desta forma, se as importações não são suficientes, os preços sobem por desequilíbrio no mercado interno ... e por reflectirem a inflação externa.

A segunda é que o facto de as actividades produtoras de bens de consumo estarem a produzir a apenas 75 % da sua capacidade produtiva leva a crer que a estrutura da produção de bens de consumo se não adapta à estrutura da procura (tanto interna como externa) desses bens. A procura, em termos monetários, de bens e serviços de consumo tem aumentado fortemente, a uma taxa de 9,6 % por ano, mas, paradoxalmente, a capacidade da indústria nacional não é plenamente utilizada e as importações crescem.

É possível, portanto, supor que no sector industrial se situa um foco de inflação formado pelo insuficiente crescimento da produção de bens de consumo e pela desadaptação da estrutura da produção à estrutura da procura, que, como se referiu atrás, evoluiu entretanto. Todavia, no que respeita a bens de consumo

[39] A substituição estaria a fazer-se mais no interior da matriz do que no da procura interna, o que tornaria esse processo menos visualizável pela observação banal.

mais correntes (por exemplo, vestuário e calçado), a subida de preços tem sido menor do que a média: 1,5 % por ano para o conjunto ponderado das seis cidades durante o decénio e 2,7 % entre 1966 e 1970:

QUADRO N.º 25

	1960	1963	1966	1970
Índice	100	101,4	103,9	116,6

Ainda uma palavra sobre o subsector da construção de casas de habitação, dadas as incidências da rubrica «alojamento» no índice de preços no consumidor. Esse índice ponderado para as seis cidades do continente é o que mais tem subido: 7,6 % durante o decénio e 14,6 % entre 1966 e 1970:

QUADRO N.º 26

	1960	1963	1966	1970
Índice	100	109,8	124,8	215,8

É certo que o índice de preços desta rubrica do dispositivo básico do índice de preços no consumidor oferece pouca confiança, pois reflecte apenas as variações de preços das casas arrendadas de novo. Todavia, não custa crer que as despesas com alojamento têm aumentado, apesar de muitas rendas serem fixas, nomeadamente em Lisboa e Porto. Interessa, por isso, situar este problema, embora de uma forma vaga, pois se carece de dados suficientemente fidedignos.

Desde 1966, e certamente de forma mais acentuada desde 1968, que os salários pagos nas actividades de construção têm vindo a subir a ritmo apreciável. O Ministério das Obras Públicas apresenta um índice de salários para indexar os custos de produção; sendo a base 100 em Março de 1968, atingia, um ano e meio depois, valores de 134,9 (Beja) até 162,3 (Faro), o que dá uma taxa média (simples) de cerca de 30 % por ano. O índice de custo dos materiais apresentado pela mesma entidade revela valores muito mais baixos (de 87,2 % para fio de cobre até 129,3 % para produtos cerâmicos vermelhos). É pois provável que os encargos salariais tenham aumentado mais do que a produtividade, com subida dos custos de produção.

Mas o que caracteriza a rubrica «alojamento» é que o seu índice de preços sobe mais do que a média. E isso, fundamentalmente, porque o custo do alojamento não reflecte apenas o custo da construção, mas também o do terreno. Como já se apontou, o índice de urbanização portuguesa tem vindo a aumentar, e conse-

quentemente aumenta a procura de alojamento, não só em quanti-

dade, mas também em qualidade, como reflexo do acréscimo do poder de compra e do efeito demonstração.

Ora a oferta de terrenos é relativamente rígida e, não havendo apropriação social dos terrenos edificáveis, o preço destes tende a subir quando a procura é maior do que a oferta. Acresce ainda que o facto de os terrenos edificáveis, assim como outros bens imobiliários, serem objecto de especulação (compra apenas para venda) e a circunstância de serem procurados como forma de aplicação não deteriorável de poupanças fazem com que o preço dos terrenos suba ainda mais do que a alta que decorreria da oferta física de terrenos edificáveis e das necessidades de construção. É de suspeitar que o preço dos terrenos seja influenciado pelo volume de crédito concedido pelo sistema bancário para a construção; mas, quando o sistema de recolha directa de poupanças pequenas e médias por parte dos promotores imobiliários se desenvolve — como tem acontecido entre nós —, a dependência entre procura de terrenos e crédito bancário é mais frouxa. De qualquer das maneiras, a construção de alojamentos absorve cerca de 1/6 a 1/4 do investimento bruto nacional e é fundamentalmente um investimento privado. Porém, esta percentagem não engloba a massa dos recursos aplicados na compra de terrenos, que não são estatìsticamente determináveis.

III.3.4 O sector terciário cobre uma gama complexa de actividades, pois que se trata de um sector quase residual. No entanto, podem considerar-se como predominantes: o comércio, os serviços e a administração.

No conjunto do terciário, o produto aumentou, durante o decénio, 5,8 % por ano a preços constantes e 9,5 % a preços correntes:

QUADRO N.º 27

Índice	1960	1963	1966	1969	1970
VAB a preços constantes	100	119,8	138,8	175,2	176,1
VAB a preços correntes	100	127,0	162,3	222,6	249,1

Fonte: I. N. E. e S. T. P. C.

Comparando com o aumento dos activos ocupados no sector, verifica-se que a produtividade real cresceu 4,7 % por ano e a produtividade em valores a preços correntes 7,3 %:

QUADRO N.º 28

Índice	1960	1963	1966	1969	1970
Produtividade a preços constantes	100	113,2	130,9	159,1	158,0
Produtividade a preços correntes	100	120,1	159,0	201,2	200,2

Comparando agora o índice de preços implícitos no cálculo do produto com o índice de salários nominais, conclui-se que o custo salarial real aumentou 7,2 % por ano, o que é significati-

QUADRO N.º 29

	1960	1963	1966	1970
Índice	100	121,1	154,9	186,5

vamente mais do que os acréscimos de produtividade real. Há pois razão para crer que houve tensões inflacionistas por via dos acréscimos de custos salariais insuficientemente compensados por ganhos de produtividade.

Com efeito, nestes ramos de actividade, os progressos da produtividade são reduzidos, tanto em Portugal como em outras economias. Mas, no nosso país, o excessivo número de intermediários, a reduzida dimensão e a dispersão dos estabelecimentos dificultam a introdução de equipamento para grandes volumes de negócios e a gestão combinada ou centralizada. Só muito recentemente se assistiu à diminuição relativa das pequenas casas de comércio e de prestadores de serviços pessoais não luxuosos, diminuição essa cujo significado económico ainda não é muito amplo. A regra é um grande atomismo que as legislações corporativa e administrativa tentam disciplinar e coordenar, mas não eliminar. Desta forma, as subidas de salários repercutem-se nos preços dos serviços prestados (entre os quais o da distribuição comercial), ou traduzem-se pela eliminação de algumas unidades no limite da rentabilidade.

Como se referiu atrás, a procura de serviços aumenta mais ràpidamente que o próprio poder de compra (elasticidade superior à unidade) e com a taxa de urbanização da população. Perante uma procura crescente, a repercussão dos custos sobre os preços [40] é tendencial e facilitada pela possibilidade de diferenciar a real ou presumida «qualidade» desses serviços.

Mas um dos principais subsectores do terciário, o comércio, funciona, por vezes, como um multiplicador dos preços, na medida em que conserva posições oligopsonísticas ou oligipolísticas localizadas, ou assume posições concertadas. Repercute, ou mais do que repercute, as subidas de custos salariais e, desta forma, adiciona à elevação dos preços no produtor os aumentos do custo e/ou do lucro de distribuição; ambas as subidas são recolhidas no preço final do bem. É o caso dos bens alimentares consumidos nas cidades em expansão, apesar da vigilância sobre os bens alimentares de consumo mais corrente e do tabelamento de alguns.

Isto pode explicar o desfazamento entre as taxas de crescimento do índice de preços no consumidor e o índice de preços

[40] Incluindo os serviços subsidiados ou gratuitos, os quais consomem impostos ... que alguém paga.

por grosso, índices que se reproduziram em 1.2. Através do mecanismo dos preços, há como que alguma «transferência de produtividade» das actividades directamente produtivas para as actividades comerciais de distribuição. Poderá ainda, e por esta via, constituir uma razão explicativa do constante crescimento «contabilístico» da produtividade do sector terciário.

No sector terciário localizam-se, portanto, importantes focos de inflação: pelos custos e pela ineficácia e/ou especulação na distribuição. E estes acréscimos de preços são os directamente mais «perigosos», na medida em que se trata de preços finais. Subidas destas induzem reivindicações salariais no próprio sector, o qual, não registando acréscimos de produtividade, auto-alimenta a inflação e parasita na produtividade de outros sectores.

Como se depreende deste capítulo, os factores e agentes de inflação são vários. Mas os principais focos de inflação situam-se nos desequilíbrios apontados quanto aos bens alimentares, ao alojamento e aos serviços, o que aliás corresponde, como se viu acima nos parágrafos 2 e 3.1, à alteração do próprio modo de crescimento interno da economia, às rigidezas técnicas e institucionais e ao modo peculiar de injecção externa de poder de compra. Simplesmente, estes focos acompanham, apoiam e apoiam-se em outros desequilíbrios também geradores de tensões inflacionistas. Com efeito, os mercados monetário e financeiro contêm desequilíbrios estimuladores da inflação, conforme seguidamente veremos.

IV

MERCADOS MONETÁRIO E FINANCEIRO

O exame destes mercados revela a formação de tensões inflacionistas e de condições para que a inflação se desenvolva. Verificar-se-á que a grande massa de meios de pagamento gerada no interior da economia portuguesa e a injectada do exterior são manejadas e circulam principalmente no mercado monetário, não se «solidificando» suficientemente em investimentos o excedente monetário não consumido.

IV.1 **Mercado monetário**

IV.1.1 Uma verificação se impõe quando se examinam as estatísticas monetárias: os meios de pagamento crescem mais depressa que o produto nacional a preços correntes. Com efeito, a partir de 1961, a oferta de moeda começou a crescer a um ritmo mais rápido, como consequência dos acréscimos das despesas públicas improdutivas e dos influxos de moeda estrangeira convertida em moeda nacional, tudo isto reactivado pelo crédito bancário, principalmente pelo de curto prazo. Assim, actualmente temos uma das relações meios de pagamento/rendimento nacional mais ele-

vadas do mercado ocidental: 0,62 [41] contra 0,45 para a Inglaterra e 0,35 para os Estados Unidos.

Com efeito, os meios de pagamento totais subiram, durante o decénio 1960-70, a uma taxa de 12,8 % por ano e de 13,8 % entre 1966 e 1970. Mas foram principalmente os meios quase-imediatos de pagamento (depósitos a prazo) que subiram a uma taxa impressionante: cerca de 100 % por ano:

QUADRO N.º 30

Índices	1960	1963	1966	1970
Meios de pagamento imediatos	100	122,6	164,0	231,0
Circulação monetária	100	128,6	154,6	225,0
Depósitos à ordem	100	120,5	167,5	232,7
Meios de pagamento quase-imediatos	100	189,8	369,2	1 081,3
Total dos meios de pagamento	100	130,5	189,6	172,3

Fonte: Relatório do Banco de Portugal.

A moeda fiduciária diminuiu de importância relativa e os depósitos a prazo alcançaram uma importante posição relativa no conjunto dos meios de pagamento:

QUADRO N.º 31

Posições relativas	1960		1971	
	10⁹ esc.	Percentagem	10⁹ esc.	Percentagem
Meios de pagamento imediatos	48,2	88,9	127,0	62,5
Circulação monetária	13,2	24,3	32,1	15,8
Depósitos à ordem	35,0	64,6	94,9	46,7
Meios de pagamento quase-imediatos	6,0	11,1	76,6	37,5
Total dos meios de pagamento	54,2	100,0	203,5	100,0

A fonte mais importante de criação de liquidez é a constituída pelos depósitos bancários, que têm contribuído com cerca de 0,85 para os acréscimos de liquidez. E, como na base dos depósitos primários estão pequenas e médias poupanças, a expansão dos

[41] Compreendendo os meios quase-imediatos de pagamento, a relação é de 0,91 (1970).

depósitos à ordem corresponde a um acréscimo da poupança nacional. Estas poupanças realizam-se em boa parte no exterior da nossa economia e correspondem fundamentalmente à preocupação de reserva e de acumulação daqueles emigrantes que pensam retornar. Outra parte é formada a partir de rendimentos de origem interna, frequentemente de milhares de réditos modestos. A sua expansão deve-se ao crescimento do nível do rendimento, mas também à maior eficiência do sistema de recolha bancária (cobertura espacial, formas de contacto e taxas de juro), o que leva a crer que o entesouramento, embora ainda importante, diminuiu relativamente. O facto de se continuar a poupar em períodos de inflação pode encontrar explicação na elevação que desde 1966 se tem registado nas taxas de juro efectivamente pagas aos depositantes e na forte propensão dos portugueses para constituírem poupanças de precaução ou de reserva [42]. A estas poupanças de particulares acrescem, mas com muito menor importância, as poupanças e reservas não movimentadas das empresas.

Os depósitos primários são depois multiplicados pelo crédito bancário, donde se geram depósitos induzidos, cujos nível e rapidez de constituição dependem do grau de liquidez do sistema bancário e cujos efeitos sobre a procura dependem da velocidade de movimentação dos créditos.

Se a oferta de moeda aumentou ràpidamente, a procura, numa economia em crescimento com inflação, parece ter aumentado com igual ou superior ritmo. Aliás, as subidas verificadas das taxas de juro podem ser consideradas como resultantes tanto de decisões administrativas para evitar a saída de capitais financeiros, mas sem efeito sobre a procura de moeda (como diriam os keynesianos), como de ajustamentos às tensões sobre essa taxa provocados pela maior procura (como diriam os monetaristas).

QUADRO N.º 32

	1966	1970	1971	Taxa de crescimento anual	
				1970/66	1971/66
1. Depósitos totais	82,4	142,6	171,5	14,6 %	15,8 %
1.1. Depósitos à ordem	58,6	81,5	94,9	8,6 %	10,1 %
1.2. Depósitos a prazo	23,8	61,1	76,6	26,6 %	24,6 %
2. Crédito a dois anos(*a*)	48,8	97,3	116,5	18,8 %	19,0 %
3. (2/1) . 100	59 %	70 %	68 %	—	—

(*a*) Crédito constituído pela C. G. D. e pela banca comercial. Para 1970 e 1971 conclui-se que o crédito concedido pelas caixas económicas foi de 2,3 e 2,5 milhões de contos.

Fonte: Relatório do Banco de Portugal.

[42] Apesar da expansão e da melhoria dos esquemas de segurança social, esta propensão não se anula no espaço de uma geração sociológica.

IV.1.2 Mas a procura de moeda ou de fundos assume, na economia portuguesa, características que convém precisar. Acontece que uma grande parte do potencial de crédito, gerado pelos depósitos primários, tem sido aplicado na concessão de créditos a curto prazo. Não se sabe qual o potencial final do crédito utilizável pelo sistema bancário; no entanto, se compararmos o crescimento dos depósitos com o crescimento do crédito a menos de dois anos entre 1966 [43] e 1970 ou mesmo 1971, verifica-se que o crédito a curto prazo cresceu mais ràpidamente que o total dos depósitos e, principalmente, muito mais ràpidamente que os depósitos à ordem; verifica-se ainda que a proporção entre o total do crédito a curto prazo e o total dos depósitos aumentou entre 1966 e 1970 ou 1971; e, finalmente, parece poder inferir-se que uma parte crescente dos recursos facultados pelos depósitos a prazo foi aplicada em crédito a curto prazo. Se assim é, há um «desperdício» de recursos, formalmente mobilizáveis para crédito a mais largo prazo, que são aplicados em crédito a curto prazo.

É que a própria inflação é grande consumidora de massa monetária, mesmo naquelas actividades ou agentes onde se não localizam focos ou registam comportamentos inflacionistas: a inflação tem como consequência o inflamento dos fundos de transacção ou da liquidez de transacção das empresas e das famílias, sendo o crescimento dos fundos utilizados pelas empresas financiado em boa medida pela poupança das famílias e pelo multiplicador bancário. Interessa, pois, conhecer a estrutura do crédito a curto prazo:

QUADRO N.º 33

Actividades	1966	1970	1971	Taxa de crescimento anual	
				70/66	71/66
1. Públicas	1,9	0,7	0,7	—5,7	—3,9
2. Privadas	98,1	99,3	99,3	20,0	19,6
2.1. Consumo	12,0	13,7	13,6	23,4	23,3
2.2. Importação	4,3	3,4	3,8	12,7	19,3
2.3. Exportação	2,0	1,9	2,0	18,5	20,8
2.4. Produção	77,5	78,1	78,1	19,4	19,8
2.4.1. Sector primário	5,2	4,7	4,7	14,3	18,9
2.4.2. Indústrias transformadoras	29,5	22,5	24,4	15,4	15,2
2.4.3. Outras	42,8	47,9	49,0	23,0	23,0
3. Total (1+2)	100,0	100,0	100,0	18,9	19,1

Fonte: Relatório do Banco de Portugal.

[43] Não há dados homogéneos anteriores que facultem comparações. Além disso, estes números referem-se a situações contabilísticas de fim de ano.

No quadro anterior verifica-se que: do crédito a curto prazo, cerca de 16 % a 17 % são aplicados no financiamento de consumo e de importações; a rubrica principal são as «outras actividades», onde predominam os serviços, incluindo os de distribuição; o sector primário é pouco contemplado, com uma percentagem menor que o consumo; as indústrias transformadoras recebem cerca de um quarto do total do crédito, com tendência a baixar essa percentagem. Em resumo, os serviços recebem a parte principal deste crédito a curto prazo, seja pelo financiamento directo às suas actividades, seja sob a forma de crédito ao consumo.

Convém ainda precisar que nem todo o crédito contado como crédito à produção se destina a financiar a expansão da capacidade produtiva. Uma parte desse crédito coadjuva e financia os efeitos da inflação. Com efeito, uma empresa obrigada a manter um certo *stock* de bens (acabados ou não) requer uma imobilização financeira cada vez maior para um mesmo volume de *stocks,* desde que os preços aumentem.

Simultâneamente, tem crescido o financiamento das compras feitas pelos serviços de intermediação, o que equivale a financiamentos ao consumo, pois, financiando-se a primeira compra, se cria capacidade de crédito em cadeia até ao utente final; acompanha e reforça o crédito para compra a prazo ou a prestações. Se não se trata de estimular uma procura em recessão, mas de sobrestimular uma procura em expansão, os efeitos deste crédito são inflacionistas [44].

É impossível apurar com exactidão qual a parte do crédito concedido que é aplicada na compra especulativa de terrenos e prédios. Mas é de presumir que seja um montante substancial e, se o for, então este crédito é também directamente financiador de inflação.

Créditos deste tipo são alimentadores da inflação e esta, por seu turno, exige a expansão da massa monetária utilizada em crédito.

A situação que se tem verificado nos últimos anos da década parece não se ter agravado em 1971, provàvelmente reflectindo as medidas legislativas de 1970, que procuraram uma maior selectividade do crédito e a afectação de maior percentagem de fundos disponíveis ao crédito a médio prazo. Os depósitos a prazo subiram mais ràpidamente do que os depósitos à ordem, como resultado das maiores taxas de juro autorizadas para aqueles; mas, no que respeita ao crédito, e tanto quanto se pode inferir dos dados referentes a 1971, a situação não melhorou sensìvelmente.

---

[44] Costuma afirmar-se que, no crédito ao consumo, a poupança negativa de uns agentes económicos é compensada (financiada) pela poupança positiva de outros, sendo, portanto, o resultado neutro. Asserção incorrecta na medida em que se estimula o consumo e se desestimula o investimento e em que parte do crédito assim concedido é criado pelo sistema bancário.

IV.2 **Mercado financeiro**

IV.2.1 Num mercado financeiro normal, a abundância de disponibilidades financeiras (formadas por poupanças internas e externas ou por criação monetária) deveria, por um lado, fazer baixar a taxa de juro, ou, pelo menos, não suscitar a sua subida, e, por outro lado, conduzir à compra de títulos nos mercados primário e secundário e facultar fundos de investimento.

Que os abundantes fundos existentes no mercado financeiro português procuram formas de imobilização remuneradora, mostram-no a subida dos depósitos a prazo, as aplicações imobiliárias e o recente surto da procura de títulos. Simplesmente, o mercado financeiro português reveste características especiais que convém salientar ... pois que, em boa parte, este mercado reflecte a estrutura das empresas nacionais e do mercado monetário.

Um número considerável, se não mesmo a maioria, das empresas portuguesas são de estrutura familiar; isto é, uma família — mais ou menos lata — é proprietária de uma ou de várias empresas, ou da maioria da acções que titulam o capital dessa ou dessas empresas, numa estrutura de propriedade concentrada. O sistema de interligações por co-participações financeiras permite manter essa concentração, apesar da expansão do capital.

Ao mesmo tempo, a estrutura dimensional caracteriza-se por um núcleo de grandes (pelo menos à escala nacional) empresas que controlam uma parte significativa da produção nacional e um grande número de pequenas ou pequeníssimas empresas, sendo em número relativamente reduzido as empresas médias. Nos anos da última metade da década não parece que a situação tenha evoluído pela constituição de novas empresas: as novas sociedades por quotas ou em nome colectivo formam mais capital social do que as sociedades anónimas e o volume de capital por sociedade tende a não crescer:

Capital das sociedades constituídas e dissolvidas (saldo)

QUADRO N.º 34 (10⁶ esc.)

	1966	1970	1971	Taxa de crescimento	
				1970/60	1971/66
Sociedades anónimas ...	695,9	764,8	731,6	2,8 %	1,4 %
Sociedades por quotas ou em nome colectivo	450,6	957,2	1 450,6	20,6 %	26,4 %
Total	1 147,7	1 742,3	2 188,0	11,0 %	13,8 %

Fonte: Relatório do Banco de Portugal.

De uma forma geral, as grandes empresas têm alargado a sua capacidade de produção, recorrendo em parte ao autofinanciamento através da formação de reservas, ou, quando esse autofinanciamento não é suficiente, à banca comercial ou aos organismos especiais de crédito. Dada a «categoria do cliente», as

condições de prazo e sua renovação, de taxas e de garantias são relativamente favoráveis a estas grandes empresas, algumas das quais mantêm ligações de interesses com um ou com outro dos bancos comerciais.

Desta maneira, o recurso à emissão de títulos como meio de aumentar o capital social tem sido muito restrito e sem grande significado. As emissões de obrigações e acções de empresas foram relativamente reduzidas, comparativamente com o aumento das disponibilidades financeiras:

Emissão interna de obrigações na metrópole

QUADRO N.º 35 (10⁶ esc.)

	1960	1963	1966	1970	1971
Autorizadas	756	142,2	419	290	640
fectivadas	—	—	—	380	340

Fonte: Relatório do Banco de Portugal.

Das sociedades anónimas, nem todas têm as suas acções admitidas à cotação da Bolsa. E daquelas que as têm admitidas, o volume transaccionado na Bolsa constitui apenas uma franja muito pequena relativamente ao conjunto das suas acções [45]. Desta forma, a Bolsa não tem influência decisiva no mercado financeiro nacional. Aliás, o volume físico de transacções tem-se mantido baixo, embora a procura de títulos tenha aumentado nestes últimos anos, como resultado da procura de aplicações das crescentes disponibilidades financeiras [46]. Efectivamente, uma parte da liquidez tende a deslocar-se do mercado monetário para o mercado financeiro, procurando uma garantia contra a desvalorização da moeda, ou mesmo um ganho de mais-valia ... porque o dividendo pode ser considerado negligenciável como determinante da aquisição de acções.

Simplesmente, esta procura de títulos não encontra suficiente oferta, pois as emissões são diminutas e a maioria das já emitidas são possuídas e controladas por grupos familiares, os quais temem perder o *contrôle* das empresas [47]. Há pois desequilíbrio entre a oferta e a procura. Assim, também na Bolsa se produz um surto inflacionista acompanhante da inflação geral. Nas Bolsas de Lisboa e Porto o número de títulos [48] transaccionados tem permane-

---

[45] Normalmente, as grandes transferências de títulos que implicam mudanças de *contrôle* das sociedades fazem-se fora da Bolsa e a preços por vezes muito diferentes das cotações.

[46] Não se dispõe de elementos para os anos precedentes. Mas em 1970 as devoluções das sociedades anónimas ao mercado obrigacionista, por amortização, atingiram 629 000 contos (*Estatísticas Monetárias e Financeiras*, I. N. E.); as devoluções públicas e privadas alcançaram 1 654 000 contos em 1970 e 1 756 000 contos em 1971. (Fonte: I.-G. C. S.)

[47] Por isso se procede a cálculos sobre a possibilidade de conservar o *contrôle* através de incorporações de reservas e de reservas de subscrição das novas acções, facultando ao público uma parte cuidadosamente calculada.

[48] De rendimento fixo e de rendimento variável.

cido estagnado, com excepção do *boom* de 1969, mas os preços médios têm subido como consequência da pressão da procura:

QUADRO N.º 36

Títulos transaccionados	1966	1969	1970	1971
Quantidade (10^6)	1,72	2,74	2,38	2,19
Valor (10^9 esc.) ...	1,31	2,61	2,25	2,70
Valor médio	0,76	0,95	0,94	1,24

Fonte: Relatório do Banco de Portugal.

No fim do ano transacto, a Bolsa animou, principalmente no sentido da alta de cotações, e, no semestre centrado em Dezembro de 1971, o volume de emissões de acções aumentou sensìvelmente. É possível que isso signifique uma dinamização da Bolsa, com efeitos positivos sobre o financiamento dos investimentos. Mas, até essa data, a oferta de títulos era diminuta, saldando-se a maior procura por subidas substanciais de cotações, e, mesmo nos primeiros meses de 1972, as novas emissões, relativamente avultadas quando comparadas com a situação anterior, encontraram sempre tomador, embora se tenha atenuado a subida especulativa das cotações.

IV.2.2 Esta descrição tem por fim mostrar como, na estrutura concreta da economia portuguesa, o mercado financeiro, tanto primário como secundário, tem desempenhado um papel passivo e como, pelo contrário, tem possibilidade de desempenhar um papel activo e positivo no desenvolvimento. Passivo, porque não serviu de canal de fundos disponíveis para aplicação em investimentos, pois uma parte das disponibilidades que absorveu serviu para alimentar a inflação no seu seio [49]. Activo, porque, se as empresas (ou os seus centros de decisão) agissem no sentido de vir ao mercado financeiro repartir pelo público a propriedade do capital, poderiam canalizar para investimento uma boa parte das disponibilidades ociosas, ou mesmo as especulativas utilizadas no mercado imobiliário. Aliás, concomitantemente, uma maior oferta de títulos conduziria certamente a cotações mais realistas, em que o montante do lucro passaria a ser elemento de apreciação do valor do título e, portanto, da eficácia da gestão da empresa; constituiria, assim, um factor de racionalização do mercado e do próprio sistema económico.

Na ausência de possibilidades ou de oportunidades de investimento real, muitas pequenas e médias poupanças aplicam-se no mercado imobiliário. Os dados referentes às hipotecas e vendas-compras de prédios dão uma ideia da importância dos montantes das disponibilidades aí absorvidas e das taxas de crescimento, que foram: para hipotecas, de 14,7 % no decénio e de 24 % entre 1966

[49] Outra coisa se verificaria se as cotações subissem como consequência do aumento de lucros distribuídos ou não.

e 1970; e para as compras e vendas, de 10 % no decénio e de 11,1 % entre 1966 e 1970.

QUADRO N.º 37 (10⁶ esc.)

Transacções sobre prédios	1960	1963	1966	1970	1971(a)
Contratos menos cancelamentos de hipotecas	863	1 118	1 500	3 416	6 146
Compras e vendas	3 602	3 555	6 119	9 321	10 710

(a) Parece ter havido mudança de critério na avaliação.
Fonte: Relatório do Banco de Portugal.

Comparando com o investimento realizado em casas de habitação, que, mesmo a preços correntes, pouco variou entre 1966 e 1970, pode inferir-se que nos últimos anos do decénio aumentou consideràvelmente o número de transacções de pura compra e venda, que tem por efeito o encarecimento dos bens imobiliários

QUADRO N.º 38 (10⁶ esc.)

Casas de habitação	1960	1963	1966	1970
Preços correntes	2 289	2 933	4 705	4 538
Preços constantes	2 104	2 933	4 659	3 720

Fonte: I. N. E.

e a mobilização inadequada de fundos disponíveis buscando aplicação. Isto reconduz ao já comentado em III.2.2, vendo-se assim que a distorção do mercado financeiro é fautora de inflação.

A maior parte do financiamento a médio e largo prazos dos investimentos não autofinanciados pelas empresas provém do crédito do sistema bancário, e parece que em proporção crescente relativamente aos montantes investidos. O quadro abaixo enumera os créditos a mais de dois anos concedidos a particulares pelo sistema bancário, os investimentos realizados pelas empresas privadas e o volume de meios de pagamento:

QUADRO N.º 39 (10⁶ esc.)

	1966	1970	1971
Crédito (dois anos):			
C. G. D. + B. F. N.	2,5	6,4	9,7
Banca comercial	0,6	1,9	3,2
Form. B. C. F. (empresas privadas):			
Preços correntes	22,3	30,7	—
Preços constantes	21,6	24,8	—
Meios de pagamento:			
Totais	82,4	142,6	71,5
Depósitos a prazo	23,8	61,1	76,6
Crédito/F. B. C. F. (p. cor.) ...	14 %	27 %	—

Fonte: I. N. E. e Relatório do Banco de Portugal.

Tudo leva a crer que o investimento — que em termos reais cresceu muito lentamente: 2,9 % por ano entre 1966 e 1970 — é financiado de forma crescente pelo crédito bancário a prazo, sem que no entanto absorva fracção considerável das disponibilidades financeiras formalmente facultadas pelos depósitos a prazo.

Mas interessa também analisar a composição do crédito concedido pelo sistema bancário. O crédito a médio e largo prazos concedido pela Caixa Geral de Depósitos e pelo Banco de Fomento Nacional decompõe-se como segue:

QUADRO N.º 40

	1966	1970	1971	Taxa de crescimento	
				1970/66	1971/66
1. Estado	28,8	24,5	24,3	25,2 %	19,2 %
2. Particulares	71,2	75,5	75,7	31,0 %	27,2 %
2.1. Sector primário ...	5,2	2,5	2,7	3,9 %	3,5 %
2.2. Indústrias transformadoras	30,6	27,4	26,1	25,4 %	19,2 %
2.3. Casas de habitação	12,3	17,4	19,3	41,9 %	32,2 %
2.4. Outras actividades	23,1	28,2	27,6	34,0 %	34,0 %
3. Total (1 + 2)	100,0	100,0	100,0		
(Valores: 10^6 esc.)	3 516,7	8 493,7	12 836,3	29,7 %	24,6 %

Fonte: Relatório do Banco de Portugal.

O crédito a mais de dois anos concedido [50] pela banca comercial ao sector privado (é nulo o concedido ao sector público) distribui-se pelas seguintes rubricas:

QUADRO N.º 41

	1966	1970	1971	Taxa de crescimento	
				1970/66	1971/66
1. Consumo	23,4	16,1	7,3	32,8 %	38,3 %
2. Importação	0,3	0,4	2,7	20,0 %	18,2 %
3. Exportação	—	18,1	0,9	47,2 %	350 %
4. Produção	76,4	65,0	89,5	27,5 %	43,0 %
4.1. Sector primário ...	14,4	19,6	2,6	—	—
4.2. Indústrias transformadoras	18,4	14,5	44,4	24,9 %	131 %
4.3. Outras	43,6	30,9	42,2	—	—
5. Total (1 + 2 + 3 + 4) ...	100,0	100,0	100,0	—	—
(Valores: 10^6 esc.)	622,1	1 931,1	3 160,0	37,7 %	38,4 %

Fonte: Relatório do Banco de Portugal.

[50] Posições de fim de ano.

Estes números indicam: a fraca participação do sector primário; a insuficiente importância das indústrias transformadoras; a importância crescente do financiamento para a construção de casas de habitação [51]; o peso não negligenciável do financiamento ao consumo; e a importância da rubrica «outras actividades», que certamente incluem o financiamento de serviços.

Não parece que se possa concluir estarmos perante a mais racional estrutura de crédito e certamente que se chega à conclusão de que se verifica uma insuficiente mobilização de recursos.

A impressão final que se recolhe da análise do mercado financeiro é a de que o seu inadequado funcionamento e a sua passividade têm favorecido a canalização de disponibilidades financeiras para o sector imobiliário, com repercussões inflacionistas, e não têm mobilizado suficientes recursos para o mercado mobiliário nem para o financiamento do investimento produtivo através do crédito a médio e a longo prazos. Esta insuficiente e inadequada absorção da liquidez existente e em crescimento não contribui para fomentar a oferta interna e deixa meios monetários para estimular a procura interna.

V

CONCLUSÕES E SUGESTÕES

O resumo das conclusões estabelecidas nos capítulos precedentes será completado com uma tentativa de perspectivação a curto prazo, a fim de se poderem enunciar algumas sugestões práticas.

V.1 Os focos e factores de inflação atrás identificados são vários e complexos:

A — Crescimento rápido da procura, impulsionado pela rápida expansão das remessas de emigrantes, pela subida das remunerações, pelo acréscimo das despesas militares realizadas no mercado interno e, sazonalmente, pelo crescente montante de despesas turísticas de não residentes.

B — Alteração da estrutura da procura devido ao acréscimo do crédito disponível, à urbanização e concentração da população e aos efeitos demonstração.

C — Subida dos preços salariais e dos preços de alguns *inputs* importados, por vezes insuficientemente compensados por ganhos de produtividade, nomeadamente na agricultura e em alguns serviços. Rigidez institucional e técnica impede a mais rápida incorporação de progressos tecnológicos ou facilita especulações.

D — Insuficiente adaptação da estrutura da oferta interna à estrutura evolutiva da procura. A rigidez técnico-institucional

---

[51] Muito provàvelmente de casas de nível superior à média, cujos compradores dispõem de rendimentos também superiores à média.

nas actividades produtivas é agravada pelas deficiências também estruturais na distribuição comercial, com efeito ampliado sobre o preço final dos bens.

E — Aumento substancial de disponibilidades líquidas no mercado monetário, as quais, não se solidificando em investimentos e multiplicadas pelo crédito bancário, constituem fontes alimentadoras das novas necessidades de moeda criadas pela inflação e do poder de compra antecipado ao rendimento.

F — Estrutura deficiente do crédito à produção, tanto a médio e longo como a curto prazos, revelando-se ainda o crédito a médio e longos prazos insuficiente absorvedor das disponibilidades imobilizadas em depósitos a prazo.

G — Passividade do mercado de títulos — até recentemente —, que absorve poucas disponibilidades, as quais servem em parte para alimentar a sua inflação específica, principalmente no que respeita aos títulos de rendimento variável.

H — Em contrapartida, o mercado imobiliário tem-se mostrado activo, mas com uma absorção de fundos desproporcionada à produção física de habitações.

Em suma, a inflação vigente na economia portuguesa apresenta sintomas de ser estrutural, com a agravante de o investimento produtivo efectivo só limitadamente aproveitar as disponibilidades financeiras que se vão formando. País pobre que continua pobre, mas acumula dinheiro. Esta situação repete-se ao tornar-se análoga a uma outra da nossa história do século XVIII, quando o «ouro e rendimentos do ultramar» não foram aplicados na constituição de uma estrutura produtiva, antes alimentaram uma inflação e passaram para as mãos de outros povos mais criativos.

V.2 As *perspectivas* que se podem antever levam a crer que:

a) As remessas de emigrantes — uma das principais variáveis neste esquema analítico — tenderão a crescer até fins de 1973, ou mesmo de 1974, mas com desaceleração a partir de 1972. É provável mesmo que, diminuindo o número absoluto de emigrantes a partir de 1970 e aumentando a taxa de instalação com família dos já emigrados, o valor das remessas de emigrantes se comece a estabilizar por volta de 1975 e a diminuir ligeiramente em seguida. Mas «fenómenos monetários internacionais» podem fazer infirmar estas previsões.

b) Admitindo que o serviço militar continuará a absorver percentagem apreciável da mão-de-obra activa nacional (cerca de 5 %), dada a baixa da taxa de natalidade e a continuação de forte emigração — embora em decrescimento —, é de prever que a oferta de mão-de-obra não readquirirá a elasticidade de antes de 1960 nem mesmo de 1966. Se o investimento não diminuir, é de estimar um contínuo crescimento do salário médio real.

c) Os diversos — mas dispersos — indicadores disponíveis para 1971 dizem-nos que o nível de investimento deve ter subido de forma sensível relativamente a 1970. É possível que esta ten-

dência se mantenha, pois há vários e importantes projectos anunciados e o recurso ao mercado primário de títulos (emissões de acções) em princípios de 1972 foi mais forte do que nos anos anteriores. Os investidores estrangeiros estão igualmente a manifestar interesse crescente pelo investimento directo em Portugal. Os números apresentados pelo Banco de Portugal referentes a operações legalmente autorizadas por aquela entidade [52] mostram um notável aumento do montante de investimentos directos estrangeiros:

QUADRO N.º 42 (106 esc.)

	1969	1970	1971
Investimentos directos	760,9	826,4	1 577,8

Fonte: Relatório do Banco de Portugal, 1971.

Parece, pois, de antever uma subida do nível dos investimentos, bastantes dos quais em indústrias de base ou pesadas ou ainda em infra-estruturas.

d) Os efeitos desta *aceleração* esperada do nível dos investimentos serão duplos. Enquanto se realizarem as despesas de formação concreta dos empreendimentos, a resultante imediata será — na parte do montante despendido no País — a de criar poder de compra adicional pelo efeito multiplicador do rendimento. Uma vez realizados os empreendimentos, isto é, após começarem a produzir, a resultante será a de se acrescentar a oferta interna directamente (enquanto se produz para o mercado interno) ou indirectamente (enquanto, exportando, se cria capacidade de importação). Consequentemente, num primeiro momento, a aceleração do investimento pode ter efeitos inflacionistas, pois gera poder de compra adicional durante a fase de construção. Num segundo momento, o produto formado passa a ter efeitos equilibrantes pelo acréscimo da oferta, directa ou indirectamente. Mas tem ainda, no primeiro momento, dois outros efeitos, referidos nas duas alíneas seguintes.

e) O de realizar punções sobre as reservas de meios de pagamento internacional, na medida em que houver importações adicionais (tanto de equipamentos ou serviços de investimento, como de bens de consumo para atenuar as deficiências da oferta interna) e se esta saída de divisas não for compensada pela entrada de capitais estrangeiros. De qualquer modo, a não ser que a aceleração do investimento seja muitíssimo forte, este efeito não parece deva ocasionar preocupações dado o *stock* actual daqueles meios de pagamento.

f) Se se adoptar a orientação de, para financiar estes investimentos, não se recorrer desnecessàriamente ao mercado financeiro

[52] Que não compreendem as realizadas através de «accionistas pintados»... de que há, entre nós, verdadeiros especialistas.

estrangeiro para além dos investimentos directos, é de presumir que uma parte dos fundos actualmente disponíveis encontre aplicação útil e haja mesmo passagem de liquidez do mercado monetário para estas aplicações, tanto através do crédito bancário como pelo mercado de títulos. Se assim for, e tendo em conta os efeitos conjugados de *a*) e de *e*), é de presumir que a liquidez do sistema diminua e o crescimento dos meios totais de pagamento desacelere, tal como a procura especulativa de bens imobiliários, embora os montantes a ela consagrados talvez não diminuam.

g) É admissível que, seguindo esta evolução, a inflação não diminua na economia portuguesa, em virtude dos efeitos conjuntos de *b*) e *f*). O crescimento dos salários poderá mesmo ser acelerado pela aceleração do nível do investimento, embora se possa prever que este seja altamente capitalístico ou capital-intensivo [53].

A subida de salários reais pode provocar o crescimento dos custos de produção se não for suficientemente compensada pelos ganhos de produtividade real. Ora, também pelas razões apontadas em III, é de temer que essa compensação se não verifique na agricultura e em grande número de serviços.

Por outro lado, a aceleração da procura adicional gerada pelas despesas de investimento, a qual, pelas razões apontadas em III, não encontrará, provàvelmente, resposta adequada da parte da produção interna de bens e de serviços — pelo menos nos anos mais próximos —, estimulará as subidas de preços. Este estímulo será tanto maior quanto maior for a concentração espacial dos investimentos e a taxa de urbanização da população portuguesa.

h) A evolução dos movimentos europeus de integração económica leva a crer que Portugal verá reduzida a extensão absoluta das vantagens auferidas na E. F. T. A., sem compensação imediata pelo acordo comercial com a C. E. E. alargada. A concorrência às indústrias portuguesas tenderá a aumentar um pouco mais e as nossas exportações tradicionais terão maior dificuldade em prosseguir o alargamento do seu mercado externo [54]. Possìvelmente, a indústria metropolitana será compelida a modificar a sua actual estrutura, com estagnação ou contracção de indústrias tradicionais e com expansão de ramos mais modernos ou aparecimento de novos [55]. Estas modificações irão provocar fricções subsectoriais, com progressivo decrescimento da capacidade de produção em obsolescência e crescimento de investimentos capital-

---

[53] No entanto, os investimentos industriais de larga escala não só geram um certo nível de emprego directo, mas também induzem empregos secundários, nomeadamente nos serviços. O nível de emprego no terciário aumentará mais ràpidamente do que no secundário; o inverso se passará com o nível de produtividade.

[54] Compreendendo o mercado ultramarino. Os territórios ultramarinos tenderão normalmente — a menos que se verifiquem alterações ou perturbações políticas importantes — a acelerar a sua industrialização, por efeito conjunto da nova regulamentação dos pagamentos interterritoriais (e inerente maior autonomização das políticas aduaneira e industrial) e das preferências UNCTAD que lhes serão acordadas.

[55] Segundo a experiência alheia, é provável que se assista a um crescimento dos ramos de metalo-mecânica e de química na indústria e do *software* nos serviços.

-intensivos em subsectores mais modernos, alguns dos quais tendentes a aprofundar o processo de substituição de importação de alguns bens de equipamento e de alguns bens intermediários. Esta evolução estrutural deverá reforçar a tendência presumida em *c*)... ou então o processo de crescimento industrial sofrerá um rude golpe.

V.3 Resulta da análise precedente que não será fácil conceber medidas eficazes de política económica estritamente anti-inflacionistas. O que se pode sugerir são medidas de política económica com maior impacte sobre a formação dos preços, as quais carecem, no entanto, de integrar-se numa política económica global. Isto põe o problema de sugerir também essa integração de medidas políticas ... o que equivaleria a delinear um plano de fomento. Renuncia-se a isso e alinham-se as sugestões [56] segundo o modo como elas podem ter efeitos sobre a formação dos preços na economia do País.

a) Actuando sobre a *procura*:

a.1) Parece ser de considerar uma acção selectiva sobre o poder de compra dirigido aos diversos bens e serviços, no sentido de orientar a procura em crescimento para tipos de bens e serviços mais correntes e/ou mais susceptíveis de serem mais fàcilmente satisfeitos pela produção nacional, ao mesmo tempo que se contenha ou trave um pouco a expansão da procura global. Para isso, poder-se-á actuar de três formas:

a.1.1) Reforço da selectividade do redesconto por parte do Banco Central, impondo mesmo limites de redesconto para tipos de bens ou serviços e para cada banco comercial. Se a liquidez dos bancos for elevada de forma que o recurso ao redesconto seja baixo, aumentar então o nível dos depósitos obrigatórios daqueles bancos junto do Banco Central.

a.1.2) Regulamentação rápida, mas flexível, do regime de vendas a prestações (montante inicial vertido, duração do crédito, taxa de juro, etc.) de bens considerados de luxo (ou qualidades «superiores» de um bem) ou de bens importados. A legislação actual já permite uma política deste tipo, que, entretanto, ainda não foi delineada e muito menos efectivada.

a.1.3) Maior selectividade dos impostos indirectos, com discriminação de taxas conforme os tipos de bens ou serviços, na linha de finalidades atrás apontada [57].

---

[56] Com a listagem destas sugestões não se pretende ser exaustivo. Aliás, algumas medidas aqui sugeridas, já (em Novembro de 1972) foram tomadas e outras — de que o autor naturalmente não está informado — estão em estudo ou em vias de serem tomadas. Como o titulado indica, trata-se apenas de sugestões.

[57] Por exemplo: diferenciação do imposto de sisa segundo o tipo de imóvel; fazer incidir impostos sobre certos tipos de bens (automóveis, barcos de recreio, residências secundárias), diferenciando a taxa em função do tipo e número de bens possuídos; diferenciar os impostos de transacção por tipos de bens, etc.

α.2) A amputação do poder de compra global, ou, pelo menos, a contenção do seu crescimento, também teria efeitos anti-inflacionistas, mas pouco selectivos. Em contrapartida, pode fomentar o crescimento do investimento. Nessa linha podem situar-se:

α.2.1) As práticas de *open-market,* por venda de títulos da carteira do Tesouro ou de outros patrimónios controlados pelo Governo, nomeadamente de acções de empresas constituídas. Os fundos assim conseguidos seriam consagrados a novas participações incitativas do Estado em novos empreendimentos privados ou mistos ou de mera iniciativa governamental.

α.2.2) A ampliação das funções das bolsas de títulos, incitando, por regulamentação ou pela fiscalidade, as empresas já constituídas a fazerem cotar na Bolsa uma franja maior das suas acções ou a, pura e simplesmente, cotarem as suas acções na Bolsa [58].

α.2.3) A ampliação das facilidades já ùltimamente concedidas para emissão de novas acções por parte das empresas privadas, públicas ou mistas, ou a beneficiação da emissão de obrigações convertíveis [59]. Este seria um meio de propulsionar o investimento e uma forma de repartir pelo público o capital, mais eficiente, neste sentido, do que o recurso ao crédito.

α.2.4) A autorização às autarquias locais (singulares ou federadas) e aos organismos corporativos autónomos para emitirem obrigações no mercado interno com vista à constituição de parques industriais ou à construção de infra-estruturas técnicas.

α.3) A orientação do perfil da procura através da estrutura da repartição do rendimento pode, reduzindo as disparidades dos rendimentos disponíveis, conduzir à formação de mercados mais vastos para tipos de produtos ou serviços de média qualidade susceptíveis de serem produzidos pelas actividades nacionais, diminuindo assim o recurso à importação. Nesse sentido pode agir-se através:

α.3.1) Do estreitamento do leque de salários, facilitando o crescimento mais rápido dos salários mais baixos, ou fixando mesmo um salário mínimo cuja taxa de crescimento nunca fosse inferior à do PIB. Caberiam ainda neste quadro medidas tendentes a diminuir as disparidades sectoriais apreciáveis, como as que subsistem entre empregados de alguns serviços e alguns trabalhadores da indústria e da agricultura.

α.3.2) Do reforço da progressividade do imposto pessoal directo e dos direitos de transmissão e, principalmente, da repressão da fraude fiscal, de forma a amputar *efectivamente* os rendimentos muito elevados que tendem a dirigir-se para tipos de consumo de luxo e importados. Paralela ou separadamente, e na actual conjuntura, poderia ser pedida ou obrigada a antecipação do pagamento de impostos pessoais, a deduzir das contribuições de anos seguintes e vencendo juro mínimo. Estes pagamentos antecipados

---

[58] Reservar certos benefícios fiscais ou acesso ao crédito às sociedades com acções cotadas na Bolsa.

[59] Secundàriamente, poderiam diminuir-se as formalidades administrativas (o que em boa parte já está feito) e os encargos fiscais e notariais.

deveriam ser consagrados a investimento produtivo com uma taxa de rentabilidade pelo menos superior à do juro pago.

α.3.3) Da descentralização espacial de alguns serviços públicos e para-públicos [60] e da concessão de vantagens (exonerações fiscais ou subsídios) às actividades privadas, a fim de diminuir as disparidades regionais e atenuar a pressão da procura espacialmente concentrada de bens alimentares e de habitação.

β) Actuando sobre a *oferta*:

β.1) A evolução da produção agrícola revela-se inquietante, porque, embora não seja de sustentar uma política de autarcia em bens alimentares, a verdade é que — como se viu — o crescimento do produto tem sido nìtidamente insuficiente tanto em volume como em composição. Sumàriamente, algumas linhas básicas de actuação podem ser sugeridas de forma genérica [61]:

β.1.1) Promoção do reagrupamento de explorações dispersas, ou redimensionamento técnico de explorações pouco aproveitadas, nomeadamente se de regadio, acompanhada de legislação que penalize o proprietário absentista.

β.1.2) Reorganização dos circuitos básicos de distribuição e estocagem dos produtos, criando para isso a necessária infra-estrutura.

β.1.3) Ampliação dos centros rurais de formação profissional e de coordenação, a fim de facilitar a introdução operacional de progresso tecnológico.

β.1.4) Reorganização da indústria de adubos e de outros produtos químicos utilizados na agricultura, com eventual reforço de subsídios à distribuição.

β.1.5) Especialização da produção segundo as capacidades do solo e do clima, renunciando à autarcia, mas incitando à exportação.

β.1.6) Redimensionamento incitativo ou compulsivo das indústrias transformadoras de produtos agrícolas.

β.1.7) A mais curto prazo, promoção da importação oportuna e suficiente de produtos em falta.

β.2) A insuficiência de oferta de alojamentos a custo de produção aceitável conduz ao empolamento desta rubrica das despesas de consumo, ponderosa nos índices de preços. Pode actuar-se segundo três linhas também básicas e genéricas:

β.2.1) Aplicação prática e eficiente da actual legislação que permite a apropriação pelas municipalidades dos terrenos de expansão urbana. Recomenda-se o reforço dessa legislação no sentido de se poderem municipalizar todos os terrenos urbanos ou suburbanos edificáveis ou com imóveis sem uso. As autarquias poderiam recorrer ao financiamento por parte do Estado, do sistema ban-

---

[60] Por exemplo: arquivos, registos, servicos de património, administração de fundos de previdência, C. T. T., universidades, serviços de investigação, etc., fora de Lisboa. Se o Estado não dá o exemplo...!

[61] A sua pormenorização deve ser objecto e assunto necessário do Plano de Fomento.

cário (em especial da C. G. D. e do C. P.) ou ainda do mercado financeiro para essas acções.

β.2.2) Construção de alojamentos sociais por parte das autarquias locais ou dos fundos especiais (em política coordenada), com financiamento próprio ou análogo ao descrito atrás. Este alojamento tanto seria o construído directamente pelas entidades e posteriormente alugado em regime de propriedade resolúvel como o autoconstruído com comparticipação a partir de padrões habitacionais prèviamente definidos e de custo unitário limitado.

β.2.3) Regulamentação limitando a taxa de crescimento das rendas por unidade de superfície em todas as áreas urbanas e suburbanas, mesmo nos contratos de arrendamento renovados. Essa taxa não deveria exceder a do índice [62] de custos de produção publicado pelo M. O. P. atrás referido.

β.3) Em todos os outros ramos de produção, qualquer política que fomente a expansão desta, nomeadamente o maior aproveitamento da capacidade de produção instalada ou o acréscimo da capacidade de produção através do investimento; investimento este que, além do mais, constituiria um meio de absorver a liquidez excessiva. Embora com menor interesse social do que as emissões novas de títulos ou a cotação em Bolsa dos já emitidos, mas ainda não cotados, também seria útil facilitar o recurso ao crédito à produção.

β.3.1) Uma forma possível de incrementar o crédito a médio prazo concedido pela banca comercial à produção poderia ser, além da actual discriminação de taxas de redesconto, a de conjugadamente:

Baixar um ponto os mínimos legais das taxas de liquidez dos depósitos entre 90 e 180 dias (actualmente de 8 %) e entre 180 e 365 dias (actualmente de 6 %) [63], desde que não contrarie α.1.1;

Aceitar, a mais de um ano, o papel redescontável das operações de crédito a médio prazo, reforçando simultâneamente a selectividade do papel assim redescontado [64];

Aumentar um quarto de ponto a taxa de juro activa do crédito a médio prazo (actualmente em 7,75 %), se as taxas de juro praticadas nos mercados exteriores não forem inferiores a 8 %; ou

Baixar um quarto de ponto as taxas de juro passivas dos depósitos superiores a 15 dias (actualmente vão de 2,25 % a 5,75 %).

Estas duas últimas medidas alternativas tenderiam a fazer aumentar o diferencial de que beneficia a banca, pois o actual parece ser de pouco incentivo para esta.

---

[62] Esse ou outro análogo construído para o efeito.

[63] Embora se deva reconhecer que a banca mantém taxas superiores aos mínimos legais.

[64] Tornando prèviamente claras as regras de selectividade.

β.3.2) Negociar, através dos organismos corporativos ou organismos associativos de produtores [65], contratos de preços com diferentes ramos de produção, onde acréscimos escalonados de preços fossem negociados e estabelecidos entre os produtores e/ou vendedores e a Administração, de forma a assegurar limites máximos para as subidas de preços [66]. O não cumprimento destes contratos seria punido com sobretaxas ou retirada de exonerações fiscais às empresas contraventoras.

A aplicação firme da recente lei sobre a defesa da concorrência não deixaria de ter efeitos benéficos, assim como os teria a eliminação de situações de monopólio ou aproximadas.

De um modo geral, não parece que um *contrôle* absoluto dos preços ou o seu congelamento, com a fiscalização pesada que essas medidas requereriam, fossem úteis, ou sequer possíveis, nesta fase em que a economia portuguesa busca formas de ajustamento e racionalização.

γ) Actuando sobre os *custos de produção:*

Os custos de produção constituem factor potencial não negligenciável de inflação, convindo prestar atenção às relações entre custos e ganhos de produtividade. Algumas linhas de actuação parecem possíveis neste domínio, não obstante se tratar de matéria de intervenção delicada.

γ.1) Já antes foi referido que conviria estreitar o leque de salários. Mas na avaliação da incidência das subidas de salários sobre os custos de produção interessa considerar o salário médio e a sua taxa de crescimento em comparação com a taxa de crescimento da produtividade média. O equilíbrio anterior será mantido se as duas taxas de crescimento coincidirem, sem prejuízo do referido estreitamento do leque de salários. Simplesmente, cabe perguntar se, dado o actual perfil acentuadamente concentrado da repartição funcional do rendimento, não conviria fazer subir, durante algum tempo, o salário médio — por elevação mais rápida dos salários mínimos — ligeiramente mais do que a produtividade, de forma a:

Aumentar o poder de compra das classes mais desfavorecidas;
Constituir um incessante estímulo para a consecução, por parte das empresas, de constantes ganhos de produtividade;
Ser um factor, coadjuvante da concorrência pelos preços, de selecção das empresas marginais com infraprodutividade.

Num ou noutro caso — taxas iguais ou com ligeira diferença a favor da do salário —, a taxa de referência da produtividade deveria ser a da produtividade média nacional em termos reais [67].

---

[65] Incluindo os produtores de serviços. Deixar fora do esquema os serviços e limitar apenas o crescimento dos preços dos produtos agrícolas e industriais equivaleria a fazer pagar — pelo mecanismo dos salários — aos sectores primário e secundário a inflação fácil originada no terciário.

[66] Há experiência estrangeira na matéria.

[67] Supondo-se, portanto, feitos os ajustamentos salariais devidos à subida de preços.

Esta referência única teria a vantagem de seleccionar actividades:

As empresas cuja taxa de aumento da produtividade fosse inferior seriam obrigadas a reconverter-se, ou a realizar maiores ganhos de produtividade no seu ramo de produção, ou a desaparecer. Se, porém, a sua produção fosse considerada essencial (ou para os consumidores directamente, ou para os produtores), então essa carência passaria a ser compensada por subsídios, isto é, a ser suportada colectivamente [68].

As empresas cuja taxa de crescimento da produtividade fosse maior obteriam maiores lucros, o que incitaria — desde que eliminados os impedimentos monopolísticos — novas empresas a entrarem no respectivo ramo, ou as existentes a alargarem a sua produção ou a baixarem os preços, para não atraírem potenciais concorrentes; ou, se existissem situações de monopólio ou oligopólio concertado, o superbenefício poderia ser colhido pelo imposto progressivo [69] sobre lucros.

A economia nacional tenderia a especializar-se naqueles sectores onde os ganhos de produtividade seriam maiores, ou, mesmo não havendo especialização por sectores, a escolher aquelas técnicas de produção que mais ganhos de produtividade proporcionassem. Isto, ao mesmo tempo que se evitaria o aprofundamento das desigualdades de salários.

γ.2) Aceite a política de uma economia em movimento, com modificação da sua composição estrutural, e procurando a competitividade em economia aberta, seria necessário assegurar um vasto esquema de formação e reciclagem profissional, acompanhado de concessão de subsídios de desemprego friccional (por adaptação de estruturas) vinculados àquela formação ou reciclagem. A concessão de isenções fiscais ou de subsídios às empresas em reconversão também seria de encarar, como aliás parece contemplado na recente Lei de Fomento Industrial.

γ.3) Numa economia que pretende abrir-se ao exterior é necessário acrescer a competitividade da respectiva exportação. Para além de outras medidas [70], parece ser de considerar a institucionalização prática do reembolso ao produtor-exportador de todas as taxas indirectas incidentes sobre os *inputs* (de origem nacional ou estrangeira) consumidos ou incorporados no produto exportado. Aliás, isto não seria mais do que uma medida *anti-dumping*. A sua repercussão sobre os preços dos bens vendidos no mercado interno poderia ser favorável.

---

[68] Seria o caso de certos serviços públicos essenciais em que, por sua natureza ou por carência de investimento, os ganhos da produtividade fossem baixos; por exemplo, saúde.

[69] A progressividade seria função da taxa, e não do montante dos lucros.

[70] Como, por exemplo, «dinamizar comercialmente» as nossas representações diplomáticas.

γ.4) O fomento de cooperativas de consumo e/ou de distribuição pode constituir um meio de diminuir os custos de distribuição e/ou os lucros obtidos na intermediação.

γ.5) Finalmente, a construção de infra-estruturas materiais e imateriais — que aqui não cabe pormenorizar — constitui um meio poderoso de fazer diminuir os custos de produção, na medida em que se obtêm economias externas e se promove uma melhor localização espacial das actividades.

São estas as sugestões que, baseando-nos na precedente análise do processo inflacionista português, nos pareceu adequado fazer. Preocupados com esse processo e, em especial, com a forma como ele afecta os grupos da população dotados de mais fraca capacidade para se defenderem contra as suas consequências, interessou-nos menos discretear teòricamente sobre o fenómeno em curso do que estudar problemas e propor *meios de actuação* que, na linha de uma política de desenvolvimento compatível com os princípios básicos da economia de mercado, permitam enfrentá-lo e, na medida do possível, superá-lo. Conforme acima ficou dito, o que propusemos, por ser o que se nos afigura indispensável, é um esquema de *medidas de política económica* — e não de medidas meramente anti-inflacionistas —, delineado tendo em conta o seu previsível impacte sobre a formação dos preços. Grande parte dessas medidas, exactamente por não serem meramente anti-inflacionistas, apontam aliás para transformações estruturais mais ou menos profundas e prementes na economia portuguesa.

Uma outra análise possível, mas de natureza muito diferente e na qual não quisemos penetrar (até porque excederia os limites da nossa competência específica de economista), seria a do que poderíamos designar, em termos muito genéricos, por *as condições (ou pressupostos) da exequibilidade efectiva* do esquema proposto. Experiências estrangeiras — e também, há que reconhecê-lo, anteriores experiências portuguesas — demonstram, com efeito, que as sociedades podem dispor de suficientes conhecimentos acerca do que nelas se poderia e deveria fazer para enfrentar e solucionar problemas graves com que num dado momento histórico se defrontam, e todavia carecerem de possibilidades de pôr em prática, com a extensão e a eficácia necessárias, os meios de acção e as soluções conhecidas e teòricamente realizáveis. Parece-nos, pois, ser este um ponto pelo menos tão fundamental e tão merecedor de atenção e de análise quanto aqueles de que expressamente nos ocupámos.

Março de 1972.

ANEXO I

Breve nota sobre a «inflação internacional»

A imprensa diária noticia todos os dias factos, declarações e decisões relativos à crise do sistema monetário internacional, que é acompanhada, factual e ìntimamente, de tensões inflacionistas nas economias industrializadas. A análise deste fenómeno interessa à economia portuguesa apenas na medida em que esta — centro de decisão não influente no concerto internacional — sofre os seus efeitos. Portanto, duas palavras apenas para situar a questão.

Desde o fim da segunda guerra mundial, o comércio internacional aumentou extraordinàriamente, a ritmos até então desconhecidos. Aumentou principalmente o comércio entre os países industrializados ou em vias de rápida industrialização, como sequência ao enfraquecimento das barreiras aduaneiras e à convertibilidade das moedas. Até 1965, a liquidez em meios de pagamento internacionais foi sendo provida pelos Estados Unidos, que emitiam dólares para o resto da economia mundial através do défice da sua balança de pagamentos. Simplesmente, a partir desta data, as crescentes despesas daquele país com a guerra do Vietname, financiadas em parte pelo défice orçamental, provocaram efeitos inflacionistas na economia americana, com consequente aumento das importações (diminuição do saldo positivo da balança comercial) e acréscimo do défice da balança de pagamentos. Entretanto, o mercado dos euro-dólares ampliou-se com estas novas emissões de dólares, a tal ponto que as taxas de juro deste mercado se tornaram dominantes no mercado financeiro europeu, reduzindo assim a eficácia das medidas anti-inflacionistas das autoridades monetárias dos países europeus que não controlavam essas taxas nem os fluxos de oferta desta enorme massa de moeda. Simultâneamente, o crescimento dos preços internos americanos permitiu a subida dos preços das exportações europeias, a qual facilitou a alta dos preços internos da Europa. As revalorizações alemãs — cuja economia era sucessivamente inundada de dólares — produziram efeito análogo à escala europeia; os preços das exportações francesas, inglesas, italianas, etc., para a Alemanha tenderam a subir em termos de moedas nacionais.

Os movimentos sociais que a partir de 1968 tiveram origem em França e se propagaram ao resto da Europa revestiram o carácter de um acréscimo da participação do factor trabalho no produto social. As cedências perante os pedidos de subida dos salários nominais foram sendo permitidas mais fàcilmente quanto, em conjuntura inflacionista, era possível conseguir alguma recuperação através dos aumentos de preços e impossível ou indesejável aceitar greves prolongadas com diminuição de produção e perdas de mercado. A partir de fins de 1969, as reclamações de

salários alcançam taxas elevadas (agora incorporando as subidas de preços), mesmo se o desemprego aumentava em algumas economias e em certos períodos. A coincidência destas duas situações em alguns países (principalmente o Reino Unido e os Estados Unidos) ficou conhecida pelo nome de *stagflation.*

Conjugaram-se assim duas circunstâncias maiores nas economias industrializadas: abundância de liquidez monetária e subida rápida de custos salariais. A inflação, na sua manifestação imediata da alta de preços, não pode deixar de se produzir, pois está estruturalmente ligada àqueles dois fenómenos.

Dado que o Acordo de Washington aparece já como insuficiente [71], permanecendo portanto a maioria dos inconvenientes da situação anterior, e visto que a reivindicação sindical não será atenuável para já, é de crer que a inflação nos países industrializados vai continuar por um bom número de anos, embora talvez em lenta atenuação.

Portugal não deixará de sofrer reflexamente as consequências deste processo externo. Os preços dos bens e os serviços comprados ao exterior subirão e, se for preservado o *contrôle* nacional das nossas exportações, o mesmo sucederá com os preços dos bens e serviços exportados, por muito deficiente que seja a penetração nos mercados externos.

ANEXO II

Evolução recente do mercado financeiro

1. Recentes melhoramentos dos dados estatísticos publicados pelo I. N. E. permitem estimar mais correctamente a poupança formada em cada um dos últimos anos. Por esses dados se vê que os excedentes da poupança relativamente ao investimento são muito avultados; só entre 1967 e 1970 atingiram cerca de 23 milhões de contos a preços correntes.

(10⁹ esc.)

	1965	1966	1967	1968	1969	1970
Diferença	0,3	— 3,6	5,1	4,1	7,4	6,3

Fonte: I. N. E.

[71] Os países europeus estão perante a alternativa: revalorizar e perder competitividade face aos produtos americanos, ou aceitar dólares inconvertíveis sem limite. A solução técnica da moeda europeia única não aparece no horizonte político actual como provável para já.

Isto confirma o que no texto do artigo se referiu: excesso de liquidez na economia sem aplicação produtiva, isto é, sem se solidificar em acréscimos da capacidade de produção. Essa liquidez tem, como é evidente, efeitos inflacionistas.

Porém, desde o princípio do 2.º semestre de 1971 até ao 3.º trimestre de 1972, a expansão do mercado financeiro tem sido forte, principalmente no que respeita ao mercado primário. Com efeito, no 2.º semestre de 1971, as emissões de novas acções retiraram do mercado cerca de 3,3 milhões de contos e, nos cinco primeiros meses de 1972, o montante de fundos assim recolhidos foi de cerca de 5,5 milhões de contos. Depois de Outubro, um conjunto de aumentos de capital tem sido realizado ou anunciado.

2. Convém, no entanto, pormenorizar um pouco mais esta expansão para perceber o seu real significado.

Em primeiro lugar, o preço real das emissões tem sido muito elevado, de tal forma que o «prémio de emissão [72]» representou 33 % do acréscimo do capital nominal no 2.º semestre de 1971 e 40 % nos cinco primeiros meses de 1972. Quer dizer que a elevada procura de títulos paga «suplementos» aos emitentes que permitem a estes reconstituírem (quanto aos montantes recolhidos) as incorporações de reservas distribuídas em acções gratuitas aos antigos accionistas [73]. Bom negócio, portanto.

Em segundo lugar, é de referir que, no conjunto das empresas emissoras, os bancos têm ganho crescente importância, em número e montante. Das punções feitas no mercado financeiro no 2.º semestre de 1971, cerca de 35 % foram recolhidas pelos bancos (1,2 milhões de contos); mas essa percentagem aumentou para 57 % (correspondendo a 3,1 milhões de contos) nos cinco primeiros meses de 1972. Se é certo que acresce a capacidade relativa de financiamento da banca, não menos certo é que se não trata de investimento directo na formação de capital produtivo; representa uma transferência de fundos financeiros (anteriormente formalizados em depósitos e agora titulados em acções).

Sendo assim, vê-se que a recente expansão do mercado financeiro não correspondeu nem derivou ùnicamente de uma expansão salutar do investimento produtivo. No entanto, a maior oferta de títulos no mercado não deixará de atenuar a inflação manifestada no interior desse mesmo mercado, melhora para já as poten-

---

[72] A diferença entre o numerário recolhido pelos emitentes e o valor nominal dos títulos tomados.

[73] Essas incorporações representaram 26,4 % e 31,3 % dos acréscimos de capital nominal naqueles dois períodos.

cialidades de financiamento e contribui para absorver uma liquidez excessiva.

De qualquer das maneiras, trata-se de uma evolução que carece de ser orientada no sentido da sua intensificação, de maior participação de empresas com projectos de expansão da capacidade produtiva e de uma maior difusão do capital social pelo público.

Novembro de 1972.