O NEOLIBERALISMO, O PROCESSO DE INOVAÇÃO FINANCEIRA E OS SEUS REFLEXOS NO REGIME LEGAL DO SISTEMA FINANCEIRO PORTUGUÊS

António José Avelãs Nunes

Professor Catedrático da Faculdade de Direito da
Universidade de Coimbra.

1. Nas últimas décadas tem vindo a desenvolver-se um conjunto de mudanças que os autores vêm designando como *processo de inovação financeira*. Este processo tem abalado a noção clássica de banco (ou de actividade bancária) e tem perturbado a linha de fronteira entre a actividade bancária e outras actividades financeiras, bem como a própria demarcação do sector financeiro perante outros sectores de actividade historicamente distintos dele.

Pode dizer-se que os bancos e o sistema bancário continuam a constituir o núcleo fundamental do sistema financeiro.

E, em regra, entende-se que um banco é “uma empresa que faz negócios bancários” (J. Hicks), i.é, uma empresa que actua como intermediário no mercado do dinheiro (do crédito), pedindo fundos emprestados (*operações passivas*), a título de custódia, ao público em geral (constituição de depósitos), para depois emprestar esses fundos no mercado aos que precisam deles (estado, empresas, indivíduos), através das *operações activas* de concessão de crédito. Os bancos promovem a circulação dos depósitos tanto para assegurar meios de pagamento aos seus titulares como para efectivar os empréstimos por eles concedidos aos seus clientes-devedores. A circulação de depósitos faz-se por meio de cheque ou de ordem de transferência e dela decorre o processo – já nosso conhecido – de criação da moeda bancária.

1.1. As relações de crédito podem estabelecer-se directamente entre o mutuante e o mutuário (*crédito directo*), sem necessidade dos bancos. Mas a verdade é que o grosso das relações de crédito verifica-se sob a forma de *crédito indirecto*. E é aqui que entram os bancos e outras instituições de crédito enquanto *intermediários financeiros*, enquanto entidades que se tornam devedoras dos mutuantes para se tornarem depois credoras dos mutuários.

Porque assim é, entendem alguns autores que a função dos bancos pode ser vista como algo de separado do crédito, já que as relações de crédito podem ocorrer sem a intermediação dos bancos. E essas funções seriam, essencialmente, duas:

a) Reduzir os custos de transacção e os custos resultantes da imperfeição da informação, que seriam muitíssimo maiores sem a intermediação dos bancos (i.é, no quadro do crédito directo);

b) Consolidar os riscos, graças à lei dos grandes números (i.é, graças ao facto de os bancos lidarem com uma grande quantidade de credores e uma grande quantidade de devedores). Isto significa que nenhum depositante fica com a segurança do seu dinheiro dependente exclusivamente do reembolso (ou não) de um só empréstimo (*consolidação do risco dos credores*), do mesmo modo que nenhum devedor corre o risco de ter que reembolsar o que pediu emprestado pelo facto de um determinado depositante levantar o seu depósito (*consolidação do risco dos devedores*).

Num mundo em que é forte a aversão das pessoas ao risco e em que, por isso mesmo, o risco implica sempre um qualquer tipo de custos objectivos, esta consolidação do risco representa um serviço que os bancos colocam no mercado à disposição do público.

Em suma: poderá dizer-se que a existência da incerteza e a ocorrência de imperfeição na informação e de custos de transacção no mercado do crédito é que justificam a existência dos bancos. Fora deste contexto, desapareceria a sua razão de ser, embora o crédito pudesse continuar a desempenhar uma função importante.

Desenhado o perfil tradicional dos bancos e da actividade bancária, importa referir que os bancos prestam hoje aos seus clientes vários outros serviços, como, por exemplo, guarda de valores, custódia e gestão de títulos; aluguer de cofres; pagamento da renda de casa, das tarifas da água, telefone e electricidade; pagamento da assinatura de revistas, de quotas sindicais ou de outras instituições.

Mas os bancos, dentro de uma estratégia de concorrência através da *diferenciação de produtos*, têm colocado à disposição dos seus clientes vários "produtos financeiros" diferentes dos tradicionais serviços bancários. Podem referir-se a emissão e gestão de cartões de crédito e de cheques de viagem; a concessão de crédito hipotecário e de crédito pessoal; serviços de locação financeira e de *factoring*; aluguer de longa duração (ALD); produtos de investimento; contas de poupança (reforma, emigrantes, educação, habitação); serviços de agente imobiliário, de intermediação e comercialização de seguros; de intermediação em operações de bolsa; serviços de assessoria financeira (a empresas privadas e públicas e a serviços do Estado); serviços de avaliação de empresas, de preparação da emissão de títulos pelas sociedades comerciais ou da sua cotação na bolsa, etc.

À semelhança do que se tem verificado no comércio, poderá dizer-se que os bancos deixaram de ser lojas especializadas em determinado produto (os clássicos serviços bancários) para se transformarem em grandes supermercados onde se vende uma gama variada de produtos financeiros (*princípio do banco universal*).

É claro que todas estas mudanças vão tornando exígua a noção clássica de actividade bancária e vão tornando pouco clara a distinção entre a actividade bancária e outros tipos de actividades financeiras (tanto mais que, por outro lado, certas entidades não bancárias foram autorizadas a oferecer aos seus clientes cheques e cheques de viagem, crédito ao consumo, etc.).

Nos países mais industrializados tem-se verificado um processo de perda de importância do crédito bancário no financiamento da economia. Os autores falam de *desintermediação* para traduzir este processo: a procura do financiamento deixa de passar pela

intermediação dos bancos (e de outras instituições de crédito) para passar pelos mercados de capitais (*financiamento directo*) ou pelo financiamento interno (*autofinanciamento*).

A expansão e o peso adquirido pelo financiamento através da emissão de títulos negociáveis nos mercados de valores mobiliários levaram já um autor (Bernard Courbis) a escrever que “a economia do endividamento ou do crédito começa a dar lugar à economia do mercado financeiro”. O que parece estar a verificar-se é uma mudança da localização e da natureza da intermediação financeira, uma vez que o grosso dos títulos emitidos são adquiridos pelos *investidores institucionais*, que actuam como verdadeiros intermediários financeiros, no contexto de uma *titularização da dívida* mais acentuada.

Esta perda da importância relativa do crédito bancário não significa, porém, necessariamente, uma perda correspondente de importância e de poder por parte dos bancos: eles próprios ou empresas a eles associadas ou por eles controladas exercem este novo tipo de intermediação financeira. Só assim não acontecerá na medida em que a intermediação bancária no financiamento das empresas for substituída pelo aumento da capacidade de autofinanciamento por parte destas (fenómeno que se tem igualmente verificado).

De resto, os próprios bancos têm colaborado, por várias formas, neste processo de desintermediação. Dois exemplos:

a) Muitos bancos têm criado eles próprios sociedades que desviam poupanças dos bancos (sociedades gestoras de fundos de investimento, v.g.), sociedades que “vendem” crédito em modalidades alternativas ao crédito bancário (sociedades de locação financeira, v.g.) ou sociedades que gerem fortunas em concorrência com a banca (sociedades gestoras de patrimónios, v.g.).

b) Os bancos organizam os processos de emissão de valores mobiliários e de colocação desses valores mobiliários junto do público, utilizando a sua rede de balcões para promover “produtos financeiros” que reduzem o montante e a importância do crédito intermediado pela banca e mobilizam poupanças que ficam fora do circuito bancário.

1.2. Mas a chamada *inovação financeira* tem produzido efeitos mais profundos em outros domínios, entre os quais se destaca o aparecimento de *mercados secundários* que têm modificado a intermediação exercida pelos bancos.

1.2.1. Nos anos 60 nos EUA e nos anos 70 no Reino Unido começaram a utilizar-se, com rápida expansão, os *certificados de depósito*. Estes representam depósitos (na moeda nacional ou em moeda estrangeira) constituídos nas instituições que os emitem, que têm de ser instituições de crédito autorizadas por lei a receber depósitos.

Estes certificados de depósito são títulos monetários transmissíveis por endosso (mas não por endosso em branco), transferindo-se com eles todos os direitos relativos aos depósitos que representam, depósitos cujos prazos são estabelecidos pelas partes contratantes (o depositante e o depositário).

Os certificados de depósitos são um instrumento que significa a transformação dos depósitos dos clientes dos bancos em activos facilmente negociáveis num mercado secundário destes títulos. Fica assim garantida a liquidez dos depósitos bancários para os seus titulares-credores (em regra os grandes depositantes) sem tornar imediata e necessariamente líquida a obrigação de reembolso do banco depositário-devedor.

Em Portugal, os certificados de depósito foram autorizados em 1987 (DL n° 74/87 de 13 de fevereiro, sendo hoje regulados pelo DL n° 372/91, de 8 de outubro, com as alterações introduzidas pelo DL n° 387/93, de 20 de novembro).

1.2.2. Outra inovação neste domínio é aquela que os ingleses designam por *securitization*, i.é, a transformação dos créditos dos bancos pelos empréstimos que concedem (*bank loans*) em activos negociáveis em mercado secundário. Deste novo instrumento bancário resulta uma grande liquidez para os activos dos bancos (ainda que se trate de empréstimos a longo prazo), uma vez que o banco-credor pode receber o montante do seu crédito quando quiser, sem por isso afectar a iliquidez da dívida do cliente-devedor do banco, que pagará no prazo estipulado.

O *Bank of Scotland* foi pioneiro na *securitization* de créditos hipotecários, vendendo muitos deles a bancos japoneses. Este “produto” difundiu-se depois, nos anos 80 do séc. XX, no Reino Unido e nos EUA. Actualmente, nos EUA, mais de 30% dos créditos hipotecários são objecto de securitização, o mesmo acontecendo com a maioria dos empréstimos para a compra de automóveis (estima-se que cada empréstimo destes circula, em média, 2,1 vezes entre o momento da compra e o momento do pagamento integral do empréstimo).

Bancos ingleses, americanos e escandinavos têm transaccionado com frequência (não raro por valores muito inferiores ao valor nominal) empréstimos seus a países do Terceiro Mundo.

A actividade de *securitização* está actualmente regulada por lei na generalidade dos países da Comunidade Europeia, surgindo como seus principais agentes as instituições financeiras, embora a ela venham recorrendo também, cada vez com mais frequência, sociedades comerciais de grande dimensão e entidades públicas.

Em Portugal, o DL n° 453/99, de 5 de novembro, veio definir o regime jurídico das operações de transmissão de créditos com vista à subsequente emissão, pelas entidades adquirentes, de valores mobiliários destinados ao financiamento das referidas operações. Este diploma introduziu, no nosso sistema financeiro, a *titularização de créditos* (designação que o legislador português adoptou para significar a *securitização*), operação que, na sua essência, consiste na agregação de créditos, sua autonomização, mudança de titularidade e emissão de valores representativos.

1.2.3. A “engenharia financeira” desenvolveu nos anos 80, a partir da experiência americana do *commercial paper*, um novo instrumento financeiro, o *papel comercial*.

Em Portugal a emissão de *papel comercial* foi autorizada pelo DL n° 181/92, de 22 de agosto (entretanto alterado por vários diplomas posteriores: DL n° 232/94, de 14 de setembro; DL n° 343/98, de 6 de novembro; DL n° 26/2000, de 3 de março), tendo sido emitido pela primeira vez entre nós pela CP (novembro de 1992).

É mais uma modalidade de *financiamento directo*, no âmbito do processo de *desintermediação* que atrás caracterizámos. Com a sua criação visava o legislador obter os seguintes efeitos:

a) maior diversificação das fontes de financiamento de curto prazo ao dispor das empresas;

- b) a intensificação da concorrência nos mercados financeiros, nomeadamente entre as instituições de crédito;
- c) o aumento da eficiência do mercado do crédito;
- d) a melhoria as condições de obtenção de crédito e a redução do seu custo para as entidades que podem emitir *papel comercial*.

Trata-se de valores mobiliários emitidos por prazo fixo, inferior a um ano, não estando a sua emissão sujeita aos limites impostos pelo Código das Sociedades Comerciais para a emissão de obrigações. O processo de emissão é reduzido, rápido e barato (não paga imposto de selo e está isento de registro comercial) e o resgate é admitido antes do fim do prazo, nos termos previstos nas condições da emissão.

As apertadas exigências que a lei portuguesa impõe às entidades emitentes podem ser dispensadas se as obrigações de pagamento inerentes aos valores mobiliários forem garantidas, perante os tomadores, através de *garantia bancária autónoma*, prestada por instituições de crédito cujo objecto abranja a prestação de garantias e que tenham fundos próprios não inferiores a cinco milhões de euros. E esta garantia significa, para os tomadores, uma vantagem suplementar (em relação às obrigações “clássicas”, v.g.), na medida em que os liberta da necessidade de fazerem eles próprios a análise do risco de crédito inerente à operação.

As entidades emitentes têm sido sociedades comerciais e empresas públicas não-financeiras.

Em regra, o papel comercial é livremente transaccionável no mercado secundário, sem custos de transacção. Entre nós, porém, as transacções de papel comercial no mercado secundário não têm tido significado, dado o curto prazo da generalidade das emissões (entre um e seis meses) e o regime fiscal não atractivo. Acresce que, na prática, as entidades emitentes procuram “encaixar” as suas necessidades de fundos nas disponibilidades dos respectivos investidores/credores, os quais adquirem o “papel” com maturidades adaptadas ao horizonte da liquidez de que dispõem.

Tratando-se de “papel” de curto prazo (até um ano), não se justifica o pedido da sua admissão à negociação em bolsa e à cotação, sendo um segmento do mercado do crédito controlado pelos bancos especializados nesta modalidade de financiamento. Não falta mesmo quem defenda que ele representa, ao fim e ao cabo, mais uma modalidade de crédito bancário, que não paga imposto de selo.

Talvez por estar isento de imposto de selo e por ser um instrumento que reflecte muito rapidamente as condições do mercado monetário, o papel comercial tem vindo a ocupar uma posição cada vez mais importante no financiamento de curto prazo das empresas portuguesas de maior dimensão.

Em Portugal, os maiores investidores em papel comercial são as companhias de seguros, os fundos de pensões e os bancos, seguindo-se os fundos de investimento e outras sociedades.

Em alguns países (Reino Unido e França, v.g.), as aplicações em papel comercial são vedadas aos particulares, por se entender que estes – tendo em conta a pouca informação e publicidade exigidas por lei para os programas de emissão – não estão em condições de conhecer e de evitar os riscos, quando existam.

Mas a legislação portuguesa (à semelhança do que acontece na Espanha e na Alemanha, v.g.) permite as aplicações em papel comercial feitas por particulares. Os interesses dos tomadores foram acautelados através de medidas que reservam a emissão, na prática, a empresas de bom risco (exigências no que concerne à informação e publicidade, no que toca à dimensão e risco do crédito e no que se refere à necessidade de *rating* ou de garantia bancária). Só que, ao contrário do que acontece na Espanha – onde os particulares têm tomado uma percentagem elevada das emissões de papel comercial –, a ausência de atractivos fiscais não tem mobilizado os particulares para este tipo de aplicações financeiras e não tem levado os bancos a promover a sua venda junto dos seus clientes individuais.

As entidades emitentes têm sido sociedades comerciais e empresas públicas não-financeiras.

O êxito deste típico instrumento de financiamento directo (com a consequente desintermediação bancária) tem subtraído à clientela dos bancos, no âmbito do crédito bancário a curto prazo, as empresas de bom risco, que podem financiar-se através da emissão de “papel” a taxas próximas das do mercado monetário e sem imposto de selo. Daí a eventual diminuição da rentabilidade dos activos bancários, a qual parece estar a ser compensada pelo aumento das receitas (*spreads*) dos bancos na colocação do papel comercial, pelas comissões por eles cobradas enquanto organizadores dos programas de emissão, enquanto agentes pagadores ou enquanto prestadores de garantias bancárias.

1.2.4. No âmbito destes novos mercados secundários onde se transaccionam valores até então ilíquidos e não negociáveis destacam-se os mercados em que se negociam riscos através de *opções* e *futuros*, quer por razões de segurança quer para se “tomar posição” (designação eufemística de especulação).

1.2.4.1. As *Opções* são produtos financeiros que consistem em uma de duas coisas:

a) no direito de comprar (*opção de compra* – “*Call option*”) ou de vender (*opção de venda* – “*Put option*”), em determinada data futura, por um preço acordado de antemão (preço de exercício) e nas quantidades estipuladas, um determinado activo;

b) no direito de exigir a liquidação meramente financeira do contrato, com obrigação, para a outra parte, de pagar a diferença positiva que porventura exista entre o *preço de exercício* e um *preço de referência* calculado pela entidade gestora do mercado para a data da liquidação (no caso de *opção de venda*), ou a diferença negativa que eventualmente se verifique entre esses dois preços (no caso de *opção de compra*).

Os *contratos sobre opções* são contratos a prazo que têm como objecto os direitos acima referidos, que assistem a uma das partes, até à data do vencimento do contrato ou nessa data, por sua exclusiva iniciativa e de acordo com a modalidade estabelecida para a liquidação da operação.

Os *activos subjacentes* a esses direitos podem ser valores mobiliários ou direitos futuros a eles equiparados, taxas de juro e divisas, ou índices sobre valores mobiliários, taxas de juro ou divisas.

Nestes contratos, o titular do direito (pelo qual paga um preço ou prémio) não é obrigado a exercê-lo. Se o não exercer, limita-se a perder o valor do prémio pago. Neste sentido, uma opção é uma forma de seguro.

O primeiro mercado de opções começou a funcionar em Chicago em 1973, tendo chegado à Europa em 1978 (Londres e Amesterdão). Em Portugal, foi o Código do Mercado de Valores Mobiliários que veio regular pela primeira vez (1991) este tipo de operações, que o novo Código dos Valores Mobiliários (DL n° 486/99, de 13 de novembro) continua a regular (art. 252° e ss.).

O primeiro contrato de opção foi lançado na Bolsa de Derivados do Porto em 19 de março de 1999.

1.2.4.2. Os mercados de futuros (os contratos de futuros sobre determinados activos) têm uma tradição muito mais longa. No Japão funcionou desde o séc. XVII um mercado onde se transaccionavam contratos de futuros sobre arroz. Nos EUA, o *Chicago Board Trade* (criado em 1865) foi o primeiro mercado de futuros (inicialmente apenas para contratos de futuros sobre trigo). Posteriormente, surgiram outras praças e passaram a efectuar-se transacções de contratos de futuros sobre outras mercadorias (algodão, café v.g.).

Os mercados de *futuros financeiros* são mais recentes. Surgiram no clima de instabilidade financeira que marcou o início da década de 70, nomeadamente a partir da decisão da Administração Nixon de romper o compromisso de conversão do dólar em ouro a uma dada paridade, pondo assim termo, formalmente, ao sistema monetário internacional saído dos Acordos de Bretton Woods, e potenciando a instabilidade das taxas de câmbio e das taxas de juro. Foi neste contexto que, em Maio de 1972, se transaccionou o primeiro *contrato de futuros sobre divisas* (mais tarde passaram a transaccionar-se *contratos de futuros sobre títulos e contratos de futuros sobre um índice bolsista*). Estavam lançados os *mercados de futuros financeiros*. Em Portugal, o Código do Mercado de Valores Mobiliários (1991) introduziu o primeiro regime legal das “operações a futuro sobre instrumentos financeiros”.

Os *contratos de futuros* são contratos a prazo através dos quais as partes se obrigam, de acordo com a modalidade de liquidação neles estabelecida, a uma das seguintes prestações:

a) à liquidação física da operação, na data do respectivo vencimento (o comprador pagará o preço estipulado do activo subjacente, contra a entrega desse activo pelo vendedor);

b) ao pagamento, pelo comprador ao vendedor ou por este àquele (conforme os casos), da diferença entre o preço resultante do contrato e um preço de referência calculado pela entidade gestora do mercado para a data da liquidação do contrato.

Os *activos subjacentes* que, directa ou indirectamente, constituem o objecto dos contratos de futuros financeiros podem ser valores mobiliários (de natureza *real* ou *teórica*) ou direitos a eles equiparados, taxas de juro e divisas, ou índices sobre valores mobiliários, taxas de juro ou divisas.

Ao contrário do que se passa com as opções, nos contratos de futuros as partes são obrigadas ao cumprimento do contrato (não se trata, pois, de meras faculdades de comprar ou de vender, que podem não ser exercidas).

A existência de um mercado secundário de futuros financeiros confere a estes activos um grau considerável de liquidez, na medida em que os compradores ou os vendedores de contratos de futuros podem transaccionar o direito inerente à sua posição

contratual, através de uma operação em que assumem posição inversa (i.é, vendendo ou comprando as posições contratuais de compradores ou de vendedores que tinham assumido, respectivamente).

Estes contratos (tal como os contratos sobre opções) incidem sobre *activos homogéneos*, o que facilita a sua tipificação (ou padronização), com a normalização dos montantes e das datas de vencimento, permitindo a emissão regular destes “produtos” no mercado primário e possibilitando a sua fácil negociação em mercado secundário.

1.2.4.3. Os *mercados de opções* e de *futuros financeiros* são mercados organizados, realizando-se as transacções em bolsa mediante a intervenção obrigatória de uma *câmara de compensação*, que exige às partes a prestação (depósito) de uma garantia (em regra, 3% a 5% do valor nominal dos contratos) e que, além de outras competências, procede à compensação e liquidação das operações.

Foi objecto de discussão entre os especialistas a questão de saber se a economia portuguesa careceria de (e justificaria) tais mercados e se haveria em Portugal capacidade para manter mercados tão profissionalizados, especializados e sofisticados.

Entretanto, alguns bancos portugueses começaram (em 1993) a efectuar operações sobre produtos derivados (opções de compra de Obrigações do Tesouro portuguesas; opções de taxa de câmbio; *Forward Rate Agreements*; *swaps* de taxa de juro e de taxa de câmbio, de médio e de longo prazo). Tratou-se, em regra, de *operações de cobertura de risco* de variações de taxas de juro ou da taxa de câmbio, não se tendo desenvolvido *operações de especulação*, sem ligação com a economia real.

Alguns fundos de investimento começaram também a aplicar fundos em contratos a prazo (*forward*), em regra em praças estrangeiras. Segundo alguns especialistas, seria precisamente esta tendência para uma estrutura diferente da composição das carteiras dos fundos de investimento que poderia justificar o aparecimento, num país como Portugal, de um mercado de futuros e opções sobre produtos financeiros (embora centrado nos câmbios e na dívida pública, dada a pequeníssima liquidez do mercado de acções e mesmo de obrigações privadas). Outros entendiam não ser possível avançar neste sentido sem primeiro assegurar o funcionamento, na prática, dos OEVT (*Operadores Especiais de Valores do Tesouro*) previstos no Código do Mercado de Valores Mobiliários (1991), aos quais cabia, enquanto *market makers*, assegurar a liquidez do mercado de títulos da dívida pública.

Acabou por vencer o ponto de vista dos que defendiam o funcionamento efectivo de um mercado organizado de *derivados financeiros*, tendo pesado os argumentos de que este mercado de contratos *standard* de futuros seria importante para aprofundar a liquidez e a internacionalização do mercado de capitais português, ao mesmo tempo que permitiria melhorar o processo de formação dos preços, reduzir o risco de crédito das operações e tornar mais eficiente e flexível a gestão dos riscos financeiros. Esperam os seus defensores que a expansão deste mercado – que permite a cobertura de riscos financeiros pelos agentes económicos – seja um factor importante de crescimento do mercado secundário de acções e de obrigações.

A partir de 20 de junho de 1996, a Bolsa de Valores de Lisboa passou a ocupar-se em exclusivo das operações a contado, e iniciou-se na Bolsa de Derivados do Porto

(BDP) a negociação de contratos de futuros, nomeadamente dois contratos *standard* de futuros financeiros: um sobre um índice bolsista de acções (o índice PSI-20), outro sobre uma taxa de juro de longo prazo (o contrato *Futuros OT-10*, que tem como activo subjacente uma Obrigação do Tesouro teórica). Em 2.9.96 iniciou-se a negociação de um contrato sobre uma taxa de juro de curto prazo (a *LISBOR 3 meses*).

No mercado de derivados participam os *membros criadores de mercado*, os *membros compensadores* e os *membros negociadores*.

Aos primeiros cabe emitir, de modo continuado e por conta própria, ofertas de compra e de venda.

Aos segundos cabe executar as funções relacionadas com a liquidação das operações e a manutenção das garantias, sem intervirem directamente na introdução de ofertas no sistema de negociação. Participam como membros compensadores os bancos, as sociedades financeiras de corretagem e as sociedades de investimento.

As sociedades corretoras e as sociedades financeiras de corretagem são as instituições que podem actuar como membros negociadores, cabendo-lhes a missão exclusiva de realizar as ordens dos clientes no mercado.

1.2.4.4. Os *contratos de futuros* são a evolução natural dos *contratos a prazo* (*Forward*). Em termos muito simples, estes são contratos pelos quais as duas partes contratantes acordam em dado momento presente os termos (nomeadamente o preço) em que concretizarão o contrato num momento futuro por elas determinado.

São dois os tipos principais de *contratos forward*: o FRA (*Forward Rate Agreement*) e o FXA (*Forward Exchange Agreement*).

O FRA é um contrato através do qual se fixa uma taxa de juro a prazo. Uma das partes (o *comprador*) compromete-se a entregar à outra, numa data futura acordada, o rendimento resultante da aplicação de uma determinada taxa de juro (que se fixa no momento de celebração do contrato) sobre um montante igualmente fixado no momento da celebração do contrato, ao mesmo tempo que a outra parte (o *vendedor*) se compromete a entregar à primeira, na data futura acordada, o rendimento resultante da aplicação, sobre o mesmo montante, de uma taxa de juro variável (em regra indexada a uma taxa de juro de referência, normalmente a taxa de juro de um determinado mercado monetário interbancário).

No prazo acordado para o vencimento, salda-se a diferença entre os dois pagamentos de juros (o pagamento mediante aplicação da taxa fixa e o pagamento mediante aplicação da taxa variável): se esta for superior àquela, o “vendedor” pagará ao “comprador” a diferença entre os juros apurados através da aplicação ao montante estipulado (*montante de referência*) das duas taxas de juro; se a taxa de juro fixa no FRA for superior à taxa variável, o “comprador” pagará ao “vendedor” a diferença obtida pelo processo acabado de referir.

O FXA é um contrato através do qual se fixa uma taxa de câmbio a prazo. As partes contratantes comprometem-se a trocar uma divisa por outra, em uma data futura determinada e segundo uma taxa de câmbio fixada pelas partes no momento da celebração do contrato.

Tanto os FRA como os FXA podem ser utilizados como suporte de *manobras especulativas*. Aqui, faremos apenas referência à sua utilização como *operações de cobertura de risco*.

É que há um risco inerente à variação das taxas de juro. E as *operações a prazo* do tipo FRA permitem anular (ou reduzir) o risco da variação das taxas de juro, fixando os custos financeiros a prazo. Nestes contratos, o “comprador” procura cobrir o risco resultante de uma eventual subida das taxas de juro; o “vendedor” tenta evitar o risco de uma eventual descida das taxas de juro.

E há também um risco (tanto maior quanto mais dilatado for o prazo de liquidação dos contratos a pagar ou a receber em moeda estrangeira) inerente à variação das taxas de câmbio, risco sentido de modo especial pelos exportadores e pelos importadores. Os exportadores sofrerão uma perda cambial se a moeda em que hão de ser pagos os seus créditos se desvalorizar relativamente à moeda em que terão de pagar as suas dívidas; os importadores sofrerão um risco cambial se a divisa em que tiverem de pagar as suas dívidas se valorizar relativamente à moeda em que receberão os seus créditos.

Tanto os exportadores como os importadores (e, em geral, todos os agentes económicos que possuam créditos numa divisa diferente daquela em que têm de pagar os seus débitos) podem proteger-se dos riscos resultantes de eventuais variações adversas das taxas de câmbio através da celebração de um FXA. Um contrato deste tipo permite aos exportadores fixar a taxa de câmbio que será aplicada no momento (futuro) em que lhe será paga a exportação; e permite aos importadores fixar a taxa de câmbio que será aplicada no momento (futuro) em que terão de pagar a importação.

Tanto os *contratos de forwards* como os *contratos de futuros financeiros* são *contratos a prazo*. Mas há diferenças que importa salientar:

a) Os mercados de futuros são mercados organizados (bolsas de valores), com a intervenção obrigatória de corretores e a intermediação obrigatória de uma câmara de compensação, na qual os participantes em contratos de futuros têm de efectuar obrigatoriamente depósitos de garantia; os *contratos de forwards*, ao contrário, são negociados fora da bolsa (*over the counter*), sem a intervenção de corretores (através de acordo directo entre “comprador” e “vendedor”), sem intermediação de câmara de compensação e sem qualquer depósito de garantia.

b) Os mercados de futuros respeitam a contratos sobre activos homogéneos, com montantes e datas de vencimento normalizadas, o que limita a gama de activos transaccionáveis; os mercados de *forwards*, porque não são mercados bolsistas, comportam contratos sobre quaisquer valores (divisas, títulos, etc.) acordados pelas partes, as quais podem também fixar livremente os quantitativos e os prazos de vencimento.

c) Do que se diz na alínea anterior decorre que os *forwards* permitem uma adequação mais perfeita que os futuros financeiros às necessidades das partes, nomeadamente quando se trata de operações de cobertura de riscos financeiros. Se os futuros financeiros disponíveis nos respectivos mercados não coincidirem exactamente, no que toca ao seu tipo, ao seu montante ou ao seu prazo de vencimento, com as necessidades dos agentes económicos, há sempre uma cobertura não integral do risco que se pretende acautelar. A vantagem dos *forwards* reside precisamente em serem operações financeiras individualizadas, que oferecem a possibilidade de adequar perfeitamente os “produtos” aos riscos que se querem cobrir, porque o seu objecto é livremente determinável pela vontade das partes.

d) Em contrapartida, os *contratos forward* só são liquidáveis na data do vencimento fixada no contrato; os contratos sobre futuros financeiros, ao invés, podem ser liquidados

antes desta data, através da sua transacção no mercado secundário (mediante operação de sentido inverso ao da operação inicial), o que confere aos futuros financeiros um grau elevado de liquidez (que os *forwards* não oferecem).

e) A acção da câmara de compensação e a prestação de garantia pelas partes contratantes permitem que no mercado de futuros financeiros se realize diariamente o apuramento dos ganhos e perdas de cada um dos agentes e anular o risco de incumprimento do contrato; aquele processo de compensação diária de ganhos e perdas não é possível nos contratos de *forwards*, nos quais não está afastado o risco de não cumprimento.

1.2.4.5. O *swap* é outra operação financeira que pode também ser utilizada para a cobertura de riscos da variação das taxas de juro ou de câmbio, ou para fins especulativos.

O *swap* é uma troca, um contrato mediante o qual as duas partes contratantes resolvem trocar entre si os pagamentos de juros ou de capital e juros, na mesma moeda ("*swaps*" de taxa de juro) ou os pagamentos de juros ou de capital e juros em moedas diferentes ("*swaps*" de taxa de câmbio), de acordo com regras fixadas no momento da celebração do contrato.

Um agente económico tem acesso a um determinado mercado, em condições relativamente mais vantajosas do que outro, no que toca às taxas de juro ou de câmbio; este outro agente, por sua vez, tem acesso a um outro mercado, onde paga taxas de juro ou de câmbio relativamente mais vantajosas do que o primeiro agente. Nestas condições – i.é., perante as diferenças estruturais e institucionais existentes entre os vários mercados financeiros –, a operação de *swap* permite a cada um destes dois agentes beneficiar da vantagem relativa do outro, conseguindo acesso a taxas de juro ou de câmbio que, sem aquela operação, não poderia obter.

A operação de *swap* traduz-se na celebração, em simultâneo, por parte de cada um dos dois intervenientes no contrato, de um empréstimo e de uma aplicação de fundos, com o mesmo prazo de duração e o mesmo montante, mas com taxas de juro diferentes ou em divisas diferentes. Recorrendo cada um dos dois intervenientes ao mercado financeiro onde goza de vantagem comparativa, cada um está em condições de trocar com o outro as respectivas vantagens, operando-se deste modo, através da globalização dos mercados financeiros, a aproximação das condições de acesso por parte dos vários intervenientes.

Na data do vencimento, tratando-se de "*swaps*" de taxa de juro, opera-se somente o pagamento da diferença entre as duas quantias de juros, após a respectiva compensação. Tratando-se de "*swaps*" de taxa de câmbio, na data futura determinada no momento da celebração do contrato opera-se a troca real dos capitais transaccionados: no momento da celebração do contrato uma das partes entrega à outra um certo montante de capital em determinada divisa, recebendo do outro contratante o contravalor em outra divisa; na data futura previamente acordada, a transacção inverte-se, com base na mesma taxa de câmbio ou em taxa de câmbio diferente da estabelecida para a primeira transacção.

1.3. Podem fazer-se diversas leituras deste processo de inovação financeira.

Perante estes novos mercados e estes novos "produtos financeiros", a reacção dos teóricos do equilíbrio geral é de aplauso: eles viriam ampliar o domínio do mercado, reforçando a possibilidade de se atingir o óptimo paretiano.

Outros autores, porém, mostram preocupação com os perigos inerentes de crescimento da especulação. Tanto mais que, no sistema financeiro, a inovação difunde-se rapidamente, por não se verificar, em regra, o registro da patente (entre outras razões porque um novo produto financeiro será tanto mais atractivo quanto maior for a sua difusão: será mais fácil transaccioná-lo).

Aqui, deixaremos apenas uma nota breve sobre alguns dos mais importantes efeitos deste *processo de inovação financeira*.

a) Os bancos deixaram de ser instituições especializadas.

Muitos deles, mesmo os mais antigos e de maior prestígio (os famosos *Big Four* do Reino Unido, v.g.), têm-se dedicado à prestação de uma vasta gama de serviços e operações tradicionalmente consideradas não-bancárias (seguros, negócios no domínio do imobiliário, agentes de operações na bolsa, v.g.).

Ao mesmo tempo, várias instituições não bancárias têm vindo a oferecer "produtos" que eram tradicionalmente prerrogativa dos bancos (livros de cheques, cartões de crédito, v.g.).

Os avanços tecnológicos têm facilitado esta evolução. A efectivação de depósitos e o levantamento de dinheiro, por exemplo, podem hoje ser feitos por máquinas espalhadas por toda a parte, dispensando a rede de balcões dos bancos. Alguns bancos passaram eles próprios a prestar uma série de serviços por telefone ou por correio. Tudo isto leva alguns autores a pensar que os bancos tradicionais, com a sua vasta rede de balcões, poderão transformar-se rapidamente em "dinossauros", a menos que se convertam à prestação de outros serviços financeiros ou mesmo de serviços não-financeiros. No que toca a estes últimos, vamos já assistindo a que, aos balcões dos bancos, se promova a venda de produtos da moda (alta costura), de objectos de arte, antiguidades, moedas, faqueiros e serviços de louças, etc. (alguns bancos estão já a seguir este caminho, oferecendo, em regra, crédito ou condições especiais de pagamento aos seus clientes interessados na compra de tais produtos).

No caso dos produtos financeiros, tem sido discutida a problemática da *bancassurance* (*banca-seguros*) ou da *Prestação Integral de Serviços Financeiros*, incluindo produtos novos, misto de banca e seguros, como as Contas ou Planos Poupança-Reforma, crédito ao consumo automaticamente saldado em caso de morte ou acidente, o crédito a empresas com suspensão do serviço da dívida em caso de acidente nas instalações e equipamentos, etc.

A importância dos serviços de intermediação de seguros na actividade dos bancos já hoje considerável em vários países, estimando-se que, na Europa, passem por este esquema entre 20% e 25% das novas apólices de seguro de vida e planos de pensões actualmente emitidas.

Alguns cartões de crédito incluem já hoje, para além do serviço que normalmente prestam, determinados serviços de seguro (seguro de responsabilidade civil, seguro de viagem, seguro de doença, v.g.).

b) O próprio sector financeiro é cada vez menos específico e distinto de outros sectores da actividade económica.

Sempre se entendeu que a reputação e a confiança das instituições eram a condição indispensável para o êxito das actividades financeiras. Pois bem. Aproveitando a sua r

putação e prestígio e a confiança de que gozam junto de largas camadas do público, alguns dos grandes armazéns e cadeias de lojas nos EUA, no Reino Unido e na França tornaram-se grandes intermediários financeiros (de produtos da banca e dos seguros) e instituições financeiras importantes (no campo dos cartões de crédito e dos fundos de investimento, v.g.).

Alguns especialistas de *marketing* sugerem que o futuro da especialização poderá vir a ser *em função do cliente* e não *em função do produto*. Se assim for, bem poderão desenvolver-se empresas especializadas na promoção e venda de bens e serviços procurados pelos jovens ou por gente da terceira idade, pelas camadas populares ou por grupos de elite. E essas empresas poderão vender vestuário, material de cultura, produtos turísticos e também produtos financeiros (bancários ou de seguros). Ficaria assim em causa a distinção entre *instituições financeiras* e *instituições não-financeiras*.

c) *As funções dos bancos centrais podem ter que ser redefinidas.*

Na sua função de prestamistas de última instância, os bancos centrais eram muitas vezes colocados perante situações em que um ou vários bancos apresentavam problemas de tesouraria porque os seus activos não eram negociáveis (ou negociáveis a curto prazo), embora não estivesse em causa a solvência desse(s) banco(s). Estas situações serão de esperar cada vez menos, com o desenvolvimento dos mercados secundários e dasecuritização atrás referidos. Mas poderão tornar-se mais frequentes as situações de insolvência, com o provável agravamento do conflito entre as responsabilidades dos bancos centrais no terreno dos objectivos macroeconómicos (luta contra a inflação, v.g.) e no domínio da garantia da estabilidade, solvabilidade e eficiência do sistema bancário.

Mas o aumento da variedade e do número dos activos financeiros, acompanhados do aumento da sua liquidez (fenómenos particularmente notórios ao longo dos anos 80) arrastam consigo problemas relativos à oferta de moeda (calcula-se que, à escala mundial, a oferta de moeda efectiva tenha aumentado 930% entre 1979 e finais de 1988) e à capacidade dos bancos centrais para a controlarem.

Se a estes aspectos juntarmos a crescente *liberalização e internacionalização* dos movimentos de capitais e do exercício das actividades financeiras, não será ousado concluir que pode estar em causa a viabilidade e a eficácia das estratégias nacionais no domínio da política monetária (e também da política cambial).

d) *O mercado monetário e o mercado de capitais são cada vez mais difíceis de separar.*

Entendia-se tradicionalmente que a característica distintiva de um banco era o facto de ele conceder empréstimos a empresas e a pessoas que não tinham acesso directo ao mercado de títulos. Ora o desenvolvimento de mercados secundários em que os depositantes transaccionam os seus *certificados de depósito* e em que os bancos transaccionam os seus *créditos (bank loans)*, assim transformados em activos negociáveis, veio tornar muito ténue e menos importante a distinção entre o financiamento através do crédito bancário e o financiamento através do mercado de capitais, esbatendo a separação tradicional entre o *mercado monetário* e o *mercado financeiro*.

Na sequência do *processo de inovação financeira* (e inerentes processos de *desregulamentação* e de *liberalização* e consequente *internacionalização*) que tem marcado as três últimas décadas nos países capitalistas industrializados, o mercado financeiro ten-

de a apresentar-se, cada vez mais, como um mercado integrado, estruturado de modo a permitir um grau crescente de capilaridade entre todos os sectores, nomeadamente entre o *mercado monetário* e o *mercado de capitais* (mercado financeiro em sentido restrito).

Os defensores das virtudes do mercado aplaudem esta evolução, vendo nela o caminho para a maior eficiência dos mercados e a maximização dos resultados que deles se esperam: estímulo à formação da poupança; fixação de taxas de juro de acordo com o jogo da oferta e da procura; facilidade da transferência dos recursos financeiros daqueles que têm excedentes para aqueles que carecem de meios de financiamento (as sociedades comerciais ou o estado); melhor afectação possível dos recursos financeiros disponíveis.

Na teoria e na prática, porém, é possível e desejável continuar a distinguir o *mercado monetário* e o *mercado de capitais*.

O *mercado monetário* é aquele em que se procura e oferece a moeda, nas suas várias formas, enquanto activo (activos monetários).

A sua função é, ao fim e ao cabo, idêntica à da moeda: evitar a ineficiência e os custos elevados da “troca directa” entre os que se dispõem a oferecer liquidez e aqueles que procuram liquidez. Ao permitir uma gestão mais fácil e mais barata da liquidez da economia, o mercado monetário potencia a fluidez dos recursos disponíveis, facilita e maximiza a formação do capital e contribui para a aceleração do crescimento da economia.

Enquanto mercado de disponibilidades primárias (de elevada liquidez), o mercado monetário é o mercado do crédito a curto prazo (em regra, instrumentos financeiros a um ano), no qual continua a desempenhar papel fundamental a *intermediação bancária* ou *crédito bancário a curto prazo*, que constituem o campo de acção do que tradicionalmente se chamava “banca comercial”.

O que nele se compra e se vende é a *liquidez primária* (moeda e quase-moeda) que as economias carecem. Se a economia está “seca”, a procura de liquidez fará subir o seu preço, o *juro* (a *taxa de juro* é a relação entre o juro pago e a quantidade de liquidez transaccionada). Se a economia está “encharcada” de liquidez, isso significa que a oferta de liquidez é superior à liquidez de que precisa a economia, e o juro baixa.

A *taxa de desconto* (redesconto) do banco central tende a funcionar como taxa-piloto deste mercado.

No mercado monetário transaccionam-se, pois, activos de elevada liquidez: circulação monetária (notas e moedas), depósitos à ordem e depósitos a prazo até um ano.

A *oferta de moeda* é constituída pelas poupanças dos indivíduos e das empresas, poupanças que uns e outras só podem ou só estão dispostos a ceder por curtos períodos de tempo.

Na oferta interna de liquidez tendem a assumir importância crescente certas instituições que oferecem neste mercado as suas enormes disponibilidades temporárias actuando nele como *investidores institucionais* (instituições de crédito; empresas de investimento; instituições de investimento colectivo e respectivas sociedades gestoras; sociedades de seguros; sociedades gestoras de fundos de pensões – cf. art. 30.º do Código dos Valores Mobiliários).

Mas, com a liberalização dos movimentos de capitais e a crescente internacionalização dos sistemas financeiros, a oferta de liquidez pode ser alimentada por recursos provenientes de outros países, em busca de maior segurança, de melhores rendimentos a curto prazo ou de ganhos de capital especulativos (*hot money*).

O crédito desempenha aqui um papel primordial: ele está na origem da emissão de notas e moedas e por ele passa a criação de novos depósitos, cuja circulação está na base do processo de criação da moeda bancária.

A *procura de moeda* é feita por todos os que precisam de financiamentos a curto prazo: sociedades comerciais, financeiras ou não financeiras; empresários individuais; estado; indivíduos.

Os fluxos de procura neste mercado dependem essencialmente das necessidades de tesouraria dos agentes económicos. Mas os bancos e outras instituições de crédito e as sociedades financeiras recorrem também ao mercado monetário para refazerem as suas reservas, através da transacção de títulos de curto prazo.

Integrantes do mercado monetário são também as operações que se verificam entre instituições financeiras (bancos e outras instituições autorizadas), aquelas operações que asseguram a gestão da liquidez do sistema, permitindo que uns ofereçam liquidez excedentária e outros procurem liquidez de que carecem. É o que se passa no Mercado Monetário Interbancário.

No mercado monetário integram-se também as *operações no mercado livre* (“*open market*”), através das quais o banco central, no quadro da sua intervenção regularizadora, transacciona títulos da dívida pública de (muito) curto prazo e de elevada liquidez (quase-moeda), com o objectivo de injectar liquidez ou de absorver liquidez.

O(s) mercado(s) monetário(s) é (são) hoje mercado(s) altamente sofisticado(s) e amplamente internacionalizado(s), apresentando um grau de concentração cada vez maior nos grandes operadores institucionais que, por sua conta e por conta dos seus clientes, movimentam enormes somas, influenciando decisivamente o jogo do mercado (são, verdadeiramente, *market makers* e não *market takers*).

Os mercados monetários podem funcionar com a presença física dos agentes que neles operam (acontece assim, em regra, nas relações de crédito dentro do circuito bancário, entre os bancos e os seus clientes) ou podem funcionar através de sistemas integrados de telefones e telecomunicações com apoio de meios informáticos (é o que se passa – salvo nos países menos estruturados neste domínio e com forte controlo directo por parte dos governos – naqueles segmentos do mercado monetário em que intervêm o banco central, as instituições de crédito e outras instituições financeiras).

Em Portugal, havia, não há muito, um mercado em que se encontravam directamente os bancos com o banco central. Numa fase posterior, passou-se a um mercado interbancário presencial, realizado em instalações próprias do Banco de Portugal, onde as várias instituições tinham meios técnicos à sua disposição. Há poucos anos, passou-se a um sistema – alargado às sociedades corretoras e financeiras de corretagem, às seguradoras e a outras instituições financeiras – apoiado essencialmente nas comunicações telefónicas, sem obrigatoriedade de presença. O sistema recebe, regista e transmite todas as informações aos operadores do mercado, permitindo ao Banco de Portugal acompanhar a evolução e tomar as decisões de intervenção quando entender oportuno. O Banco de Portugal encarrega-se de efectivar as transacções, através de operações escriturais sobre as contas de depósito que compradores e devedores têm no Banco.

O *mercado de capitais* (ou *mercado financeiro* em sentido restrito) é aquele em que se oferecem as poupanças que estão disponíveis por um prazo mais longo (em regra con-

sidera-se que por um período superior a um ano) e se procuram fundos para aplicações a médio ou a longo prazos.

Procuram-nos:

- os particulares, nomeadamente para a compra de prédios rústicos ou urbanos (para exploração ou utilização própria ou para arrendamento);
- as empresas, para, em complemento dos capitais próprios e das reservas (autofinanciamento), constituírem ou renovarem os seus capitais fixos (instalações, equipamentos);
- o estado, para financiar os défices orçamentais, designadamente os que resultam da realização de despesas de investimento.

Por este mercado passam:

- as operações de crédito bancário a médio e a longo prazos (domínio tradicional dos “bancos de investimento” e instituições similares);
- as operações de crédito hipotecário para a construção e aquisição de propriedades;
- as operações que têm por objecto títulos a médio ou a longo prazos (acções, obrigações, títulos da dívida pública e uma gama cada vez mais variada de títulos).

Com a crescente “titularização” das relações de crédito e o cada vez maior grau de negociabilidade dos títulos, o *mercado de títulos de crédito* tende a afirmar-se como o núcleo fundamental do mercado de capitais (já é assim nos países mais industrializados). Dada, por outro lado, a tendência – que parece irreversível – para a “desmaterialização” dos títulos, parece preferível caracterizar-se este, à semelhança do que faz actualmente a legislação portuguesa, como *mercado de valores mobiliários*.

Sobretudo a partir dos anos 80, a evolução dos *mercados de valores mobiliários* tem-se caracterizado pelos seguintes aspectos fundamentais, que, guardadas as devidas distâncias relativamente aos países mais industrializados, começam também a fazer-se sentir em Portugal:

a) incremento considerável do recurso a estes mercados, tanto através de emissões de entidades públicas como de entidades privadas;

b) desenvolvimento acelerado das tecnologias aplicáveis nestes mercados, com as telecomunicações e a informática a permitirem a sua *internacionalização e globalização* aceleradas e a *redução dos custos de obtenção da informação*, factor que, num mundo de riscos cada vez maiores, tem permitido uma *gestão de riscos mais eficiente*;

c) criação e aperfeiçoamento de novas espécies de valores mobiliários, nomeadamente através da transformação de um número crescente de créditos e valores em activos negociáveis, com a consequente maior liquidez global dos activos;

d) *desregulamentação* progressiva e generalizada, com a consequente maior flexibilidade dos mercados;

e) grande expansão do volume de transacções efectuadas nos mercados secundários;

f) enorme e crescente peso dos investidores institucionais (seguradoras, fundos de pensões, fundos de investimento);

g) permanente aceleração do processo de internacionalização destes mercados.

A escala da Comunidade Europeia, a efectivação, também no sector financeiro, da liberdade de estabelecimento, da liberdade de prestação de serviços e da liberdade de circulação de capitais, acabará por traduzir-se no aparecimento de um *mercado único comunitário de valores mobiliários*, ficando em aberto a questão (já actual) de saber se é

possível a subsistência de autênticos mercados nacionais de valores mobiliários ou se é inevitável a liderança das praças financeiras dominantes.

A política de concentração dos mercados de capitais vem-se traduzindo, à escala europeia, no agrupamento das bolsas europeias à volta de três plataformas principais: a Euronext, a Deutsche Borse e a London Stock Exchange.

No que se refere a Portugal, a Bolsa de Valores de Lisboa e Porto (BVLPP) formalizou a sua integração na Euronext em 30 de janeiro de 2002. Em consequência, a denominação BVLPP deu lugar à designação *Euronext Lisboa*. No primeiro trimestre de 2003 verificar-se-á a integração do mercado de derivados no mercado de derivados LIFFE, adquirido recentemente pela Euronext.

A Euronext é uma sociedade *holding* constituída em setembro de 2000, que representa a primeira experiência de associação de bolsas de diferentes países, incluindo actualmente a Euronext Amesterdão, a Euronext Bruxelas, a Euronext Lisboa e a Euronext Paris, o que faz dela o primeiro mercado bolsista da área do euro.

A *Holding Euronext* representa um sistema de negociação integrado, isto é, um só mercado (de acções, obrigações e produtos derivados), com cotação única e com quatro pontos de acesso (Amesterdão, Bruxelas, Lisboa e Paris), aplicando-se, em cada um deles, a legislação nacional em matéria de regulação e supervisão.

À luz da actual política de globalização financeira, não falta quem defenda, como exigência da própria *união monetária* (que agrupa já doze países da Comunidade Europeia), a necessidade de criar um organismo encarregado da supervisão única dos mercados financeiros no espaço comunitário. O Conselho Europeu e a Comissão Europeia vêm impulsionando estudos e relatórios que apontam para a *harmonização* (ou a *uniformização*) das legislações nacionais sobre mercados de capitais e mesmo para a criação de um *mercado único de capitais*. Sintomaticamente, a Directiva 2001/34/CE (de 28 de Maio), do Parlamento Europeu e do Conselho, veio “codificar” todo o direito comunitário em vigor sobre bolsas de valores. Ainda estamos longe de um Código Europeu dos Valores Mobiliários, mas a “política de pequenos passos” que tem caracterizado o processo da integração europeia parece orientar-se neste sentido.

2. Os ventos deste processo de inovação financeira chegaram também a Portugal e estão na base das alterações legislativas que, a partir do início da década de noventa do século pretérito, vieram consagrar novas regras para o sistema financeiro, em especial no que toca às instituições de crédito e às sociedades financeiras.

A regulamentação do sistema financeiro consta essencialmente do DL n.º 298/92, de 31 de dezembro, que aprovou o *Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras* (RGICSF), por vezes designado por “lei bancária” (o DL n.º 246/95, de 14 de setembro, o DL n.º 232/96, de 5 de dezembro, o DL n.º 222/99, de 22 de junho, e o DL n.º 285/2001, de 3 de novembro vieram alterar a redacção de vários artigos do RGICSF, acrescentando também alguns artigos novos ao diploma de 1992).

O art. 6.º, n.º 3, deste diploma dispõe que, para os efeitos nele previstos, não se consideram sociedades financeiras as *seguradoras* e as *sociedades gestoras de fundos de pensões*, remetendo para legislação especial a actividade das *casas de penhores* (art. 6.º, n.º 4).

O regime da *actividade prestamista* (actividade de mútuo garantido por penhor) é hoje objecto do DL n.º 365/99, de 17 de setembro.

Os traços fundamentais do RGICSF reflectem, como se verá, a evolução do pensamento dominante no que toca ao papel do estado e do mercado na economia, bem como a ponderação entre protecção e liberdade de comércio, e, ultimamente, a marcha dos processos de integração económica (especialmente na Europa) e a tendência para a liberalização total do comércio internacional e para a globalização dos mercados.

Na sequência da Grande Depressão, os estados passaram a adoptar medidas rigorosas no sentido de evitar a falência dos bancos e preservar a estabilidade do sistema financeiro. A *regulamentação* traduziu-se no condicionamento administrativo da criação de novos bancos e do crescimento dos existentes, na dependência dos bancos centrais relativamente aos governos, no financiamento dos défices orçamentais através da emissão de notas, na especialização das instituições de crédito, na fixação por via administrativa dos limites do crédito, das taxas de juro e das taxas de câmbio, no condicionamento das operações em moeda estrangeira.

Foi este o quadro caracterizador da realidade portuguesa até à adesão de Portugal às Comunidades Europeias.

A vaga de neoliberalismo que se vem registrando desde o início da década de 70 do séc. XX trouxe consigo a *desregulamentação* do sistema financeiro, em correspondência com a progressiva liberalização das economias e a afirmação da prevalência do mercado, tomado como instrumento de concorrência, de transparência e de eficiência.

A *desregulamentação* tem-se traduzido em maior independência dos bancos centrais perante os governos; na valorização da estabilidade dos preços como objectivo da política monetária, desenvolvida sobretudo com base nas operações no mercado livre; no financiamento dos défices públicos através do recurso ao mercado do crédito; no estabelecimento das taxas de juro e das taxas de câmbio através dos mecanismos do mercado; na consagração do princípio da banca universal e na desvalorização prática da tradicional função de intermediação bancária.

Como veremos a seguir, a legislação portuguesa vem consagrando estas ideias, à medida que se tem vindo a processar a reestruturação do sistema financeiro, fruto, em grande parte, da preocupação de o adaptar ao espaço comunitário integrado de serviços financeiros. Esta adaptação iniciou-se com a entrada do escudo no Mecanismo de Taxas de Câmbio do Sistema Monetário Europeu (6 de abril de 1992) e com a liberalização completa dos movimentos de capitais (medidas anunciadas pelo Banco de Portugal em 13.8.92 e DL n.º 170/93, de 11 de maio). O DL n.º 298/92 veio transpor para a ordem jurídica portuguesa três Directivas Comunitárias que apontam para a integração financeira em nível comunitário.

Embora não se possa falar de uma completa integração do espaço financeiro comunitário (o que pressuporia a existência de moeda única – ou, pelo menos, de câmbios fixos – para todos os países da Comunidade Europeia e a *completa harmonização fiscal*), este é já um espaço caracterizado pela livre circulação de capitais, pela concorrência entre todos os operadores, pela liberdade de estabelecimento e de prestação de serviços, o que se traduz também numa harmonização normativa mínima e num sistema de supervisão de base consolidada.

Esta nova realidade tem conduzido, aliás, a um certo movimento de regresso à *regulamentação*, agora veiculada por directivas comunitárias (que permitem aos estados-membros fixar normas mais exigentes que os mínimos comunitários), especialmente no que se refere às normas prudenciais, à protecção do consumidor (cf., v.g., o DL n° 220/94, de 23 de agosto, onde se determina qual a informação que as instituições de crédito devem fornecer aos seus clientes acerca da taxa de juro e de outros elementos dos custos das operações de crédito por eles praticadas) e à definição de *códigos de conduta* (previstos no RGICSF e no Código dos Valores Mobiliários, ao abrigo do qual foram já aprovados e publicados pela Comissão do Mercado de Valores Mobiliários vários códigos de conduta).

À luz dos critérios definidos no referido DL n° 298/92 (RGICSF), o conjunto das instituições de crédito e sociedades financeiras, cuja cúpula é ocupada pelo Banco de Portugal, organiza-se do seguinte modo:

a) Instituições de crédito:

aa) *universais* – a Caixa Geral de Depósitos, S.A. e os bancos;

bb) *especializadas*: Caixa Central de Crédito Agrícola Mútuo e Caixas de Crédito Agrícola Mútuo; Caixas Económicas; Sociedades de Investimento; Sociedades de Locação Financeira; Sociedades de *Factoring*; Sociedades Financeiras para Aquisições a Crédito; Sociedades de Garantia Mútua;

b) *Sociedades Financeiras*: Sociedades Financeiras de Corretagem; Sociedades Corretoras; Sociedades Mediadoras dos Mercados Monetários ou de Câmbios; Sociedades Gestoras de Fundos de Investimento; Sociedades Emitentes ou Gestoras de Cartões de Crédito; Sociedades Gestoras de Patrimónios; Sociedades de Desenvolvimento Regional; Sociedades de Capital de Risco e de Fomento Empresarial; Sociedades Administradoras de Compras em Grupo; Agências de Câmbios; Sociedades de Titularização de Créditos.

Em termos gerais, poderemos dizer que são as seguintes as principais inovações introduzidas pelo referido DL n° 298/92 (RGICSF):

a) Reforço da posição do Banco de Portugal, ao qual foram atribuídas competências até então pertencentes ao Ministro das Finanças, como a de autorizar a constituição de instituições de crédito e de sociedades financeiras (arts. 16° e 175).

O Banco de Portugal assumiu também outras competências que até então cabiam ao Governo: conceder autorização para ultrapassar certos limites prudenciais; intervenção na administração de instituições em situação difícil; determinação de medidas de saneamento e recuperação financeira; revogação da autorização para o exercício de actividade.

b) Adopção do princípio dito do “passaporte comunitário”, previsto na Segunda Directiva de Coordenação Bancária (Directiva n° 89/646/CEE do Conselho, de 15.12.89): consagra-se a liberdade de estabelecimento em Portugal de instituições financeiras com sede em outros países comunitários e a liberdade de prestação de serviços em Portugal, ainda que aqui não possuam estabelecimento (arts. 44 e ss. e 60 e ss.).

c) Consagração do modelo da *banca universal*, pondo termo à distinção entre bancos comerciais, bancos de poupança e bancos de investimento e autorizando os bancos com sede em Portugal a desenvolver – à semelhança do que já podiam fazer os bancos sediados em outros países comunitários – o amplo conjunto de actividades referidas no art. 4°, entre as quais o *leasing* e o *factoring*.

d) Criação do *Fundo de Garantia de Depósitos* (arts. 154 e ss. do RGICSF, com alterações posteriores introduzidas pelo DL n° 246/95, de 14 de setembro), mecanismo de garantia dos depositantes contra os riscos de insolvência dos bancos, mecanismo que já existia em todos os países comunitários salvo Portugal e Grécia (a *Federal Deposit Insurance Corporation* existe nos EUA desde 1933).

Apesar de criado legalmente em 31.12.92, o Fundo de Garantia de Depósitos só começou a funcionar efectivamente depois da crise de insolvência da Caixa Económica Açoreana (novembro de 1993), episódio que veio quebrar um pouco a inércia (devida, em grande parte, à resistência dos bancos a assumir os encargos financeiros exigidos pela constituição do Fundo). A Comissão Directiva tomou posse em março de 1994; no final de 2000 os recursos financeiros do Fundo perfaziam 140,2 milhões de contos, participando nele 56 instituições de crédito.

O DL n° 246/95, de 14 de setembro, veio alterar vários artigos do DL n° 298/92, relativos ao Fundo de Garantia de Depósitos.

O DL n° 222/99, de 22 de junho, veio criar o *Sistema de Indemnização aos Investidores*, transpondo para a ordem jurídica portuguesa a Directiva n° 97/9/CE, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 3 de março (o respectivo Regulamento foi aprovado pela Portaria n° 1.266/2001, de 6 de novembro).

A criação deste Sistema, enquanto pessoa colectiva de direito público dotada de autonomia administrativa e financeira, visa contribuir para o bom funcionamento do mercado interno de serviços financeiros com base na protecção dos interesses de quantos recorrem ao sistema financeiro para aplicação das suas poupanças, consolidando a confiança no sistema financeiro como um todo.

O Sistema referido abrange operações várias sobre valores mobiliários e outros instrumentos financeiros, garantindo aos investidores meios de ressarcimento efectivo dos seus créditos (até um máximo de 25 mil euros por investidor) que não sejam satisfeitos em consequência da situação financeira da entidade que prestou os respectivos serviços de investimento, quer esta seja uma instituição de crédito, uma empresa de investimento ou outras instituições participantes do Sistema. Ficam, porém, excluídos da garantia oferecida pelo Sistema, entre outros, os créditos decorrentes de operações de investimento realizadas por instituições de crédito ou sociedades financeiras.

e) Destaque, entre as normas prudenciais – para além das normas e relações destinadas a assegurar permanentemente níveis adequados de liquidez e de solvabilidade (art. 13° e ss.) –, para as relativas ao controlo da idoneidade, experiência, independência e disponibilidade dos membros dos órgãos de administração das instituições de crédito (arts. e 30 a 33) e ao controlo da idoneidade dos detentores de participações qualificadas em quaisquer instituições financeiras (arts. 102, 103 e 176).

Relativamente a instituições sediadas nos países da UE, consignou-se o princípio do “reconhecimento mútuo” e da “supervisão pelo país de origem” (art. 122 e ss.).

f) Cabe referir também que a nova “lei bancária” veio considerar como instituições de crédito algumas sociedades que antes cabiam no âmbito das *instituições parabancárias*. É o caso das sociedades de locação financeira (*leasing*), das sociedades de *factoring*, das sociedades de investimento e das sociedades financeiras para aquisições a crédito.

A razão para tal não será a de estas sociedades desenvolverem a actividade de *concessão de crédito*. Neste caso estão também as sociedades emitentes e gestoras de cartões de crédito e as sociedades financeiras de corretagem, que vêm incluídas no elenco das sociedades financeiras. Mas a verdade é que estas não podem receber do público nem depósitos nem fundos reembolsáveis, faculdade que é exclusiva das instituições de crédito (art. 8º) e é consentida às quatro instituições (de crédito) acima referidas. Elas não podem aceitar depósitos (por isso não participam no Fundo de Garantia de Depósitos – art. 154 e ss. DL nº 298/92), mas estão autorizadas a emitir *obrigações de caixa*, o que lhes permite receber directamente do público fundos reembolsáveis, sem os limites da emissão de obrigações resultantes do art. 348 e ss. do Código das Sociedades Comerciais.

g) Finalmente, dir-se-á que se consagra para as sociedades financeiras o *princípio da especialização*, que já era o princípio orientador do regime legal das instituições parabancárias. É o que resulta do art. 7º da “lei bancária” (as sociedades financeiras só podem efectuar as operações permitidas pelas normas legais e regulamentares que regem a respectiva actividade) e da al. b do nº 1 do art. 174 do mesmo diploma, nos termos da qual as sociedades financeiras só podem ter por objecto alguma ou algumas das actividades referidas no art. 5º ou outra actividade prevista em lei especial.

A alínea a do nº 1 daquele art. 174 exige, por seu turno, que as sociedades financeiras correspondam a um dos tipos previstos na lei portuguesa (é o princípio do *numerus clausus*, que não vigorava antes para as instituições parabancárias).

O art. 8º consagra o *princípio da exclusividade*: só as instituições de crédito podem exercer a actividade de recepção, do público, de depósitos ou outros fundos reembolsáveis, para utilização por conta própria; só as instituições de crédito e as sociedades financeiras podem exercer, a título profissional, as actividades referidas nas alíneas b a i do art. 4º, com excepção da consultoria referida na alínea i).

3. As teses neoliberais que têm inspirado a evolução do sistema financeiro das últimas décadas chegaram em grande força à Comunidade Europeia (CE), particularmente no que se refere à edificação da União Económica e Monetária (UEM).

Um dos objectivos fundamentais definidos no Tratado da União Europeia (TUE), correntemente designado por Tratado de Maastricht (por ter sido assinado nesta cidade holandesa em 7.2.1992) foi a instituição da UEM, resultando do Tratado a criação da *moeda única* (o euro, que hoje é moeda em doze países da Comunidade Europeia), a criação do Sistema Europeu de Bancos Centrais (SEBC) e do Banco Central Europeu (BCE), a aprovação dos estatutos do SEBC e do BCE (através de Protocolo que é parte integrante do Tratado), bem como a adopção de uma política monetária e de uma política cambial únicas.

3.1. Nesta conformidade, o Tratado determina, por um lado, que compete ao SEBC “a definição e execução da política monetária da Comunidade” e, por outro lado, que caberão ao Conselho Europeu as decisões mais importantes no que toca à política cambial da Comunidade, sendo certo que os compromissos assumidos pelo Conselho vinculam não só as Instituições da Comunidade e o BCE, mas também os Estados-membros (e, obviamente, os bancos centrais nacionais).

O modelo previsto no TUE torna os bancos centrais nacionais *independentes dos órgãos do poder político*, mas retira-lhes toda a competência (e toda a independência) na definição da política monetária e da política cambial nacionais.

A partir 1 de janeiro de 1999, data em que o euro passou a ser a moeda oficial de Portugal, a Lei Orgânica (LO) do Banco de Portugal (BP), aprovada pela Lei n.º 5/98 significa uma alteração substancial do estatuto do banco central português.

Deixou de lhe caber a *condução da política monetária*, uma vez que, de acordo com a nova redacção do art. 105 do Tratado de Roma, é ao SEBC que cabe a *definição e a execução da política monetária da Comunidade*.

O BP ficou reduzido à condição de mera *parte integrante do SEBC, ao serviço dos objectivos do SEBC*. Em obediência aos cânones monetaristas, este tem como objectivo nuclear a *estabilidade dos preços*, o qual se sobrepõe a quaisquer outros objectivos de política, uma vez que, de acordo com o TUE, o SEBC só poderá apoiar as *políticas económicas gerais da Comunidade* (ao serviço dos objectivos gerais da Comunidade, definidos no art. 2.º do Tratado de Roma) *se não houver prejuízo do objectivo da estabilidade dos preços*.

Ao definir a sua conduta, o BP *não poderá ter em conta a política económica global do Governo português*, antes deverá obedecer às *orientações e instruções do BCE*, o qual, por sua vez, só pode ter em conta as *políticas económicas globais da Comunidade* (que podem não coincidir com as políticas adequadas à situação de um qualquer dos Estados-membros) e apenas na medida em que aquelas políticas *não ponham em causa o objectivo da estabilidade dos preços*.

Em termos gerais, todas as competências que a LO aprovada pela Lei n.º 5/98 atribuiu ao BP serão exercidas *no âmbito da participação deste no SEBC*, no pressuposto de que o BP é apenas uma *parte integrante do SEBC*, devendo *actuar de acordo com as normas adoptadas pelo BCE* (ao qual *deve colaborar*), respeitando os *condicionalismos decorrentes da sua participação no SEBC e as orientações e instruções do BCE* (cf. arts. 3.º, 12.º, 13.º, 14.º e 15.º da LO).

Neste contexto, pouco significado tem o disposto no n.º 4 do art. 54 da LO do Banco (Lei n.º 5/98), nos termos do qual o Governador do BP informará a Assembleia da República, através da Comissão Permanente de Economia, Finanças e Plano, sobre a situação e orientações relativas à política monetária e cambial, na sequência da apresentação ao Ministro das Finanças, para aprovação, do relatório do Banco, balanço e contas anuais de gestão. É que nem o Governo nem a AR podem ter qualquer interferência na acção do BP, obrigado a acatar as orientações e instruções do BCE.

O que conta, a este propósito, é a competência do BCE para dar orientações e instruções aos bancos centrais nacionais e para tomar as medidas adequadas para assegurar o cumprimento dessas orientações e instruções, incluindo o poder de *exigir que lhe seja prestada pelos bancos centrais nacionais toda a informação necessária* (art. 14.º.3.º dos Estatutos do SEBC/BCE).

Em todos os países do *Eurosistema* (entre os quais Portugal) os governos nacionais – e, em geral, todos os órgãos competentes em matéria de política monetária à escala nacional – estão hoje impedidos de utilizar os instrumentos ao dispor dos bancos centrais para combater a depressão e o desemprego, por mais grave que seja a situação económica

e social. Ao BCE e aos bancos centrais nacionais é vedado, por outro lado, qualquer compromisso entre a estabilidade dos preços e os outros objectivos da política económica, devendo todos eles ser sacrificados à salvaguarda da estabilidade monetária.

À escala de cada Estado-membro da CE, a possibilidade de definir e executar a política monetária e cambial deixou de integrar a soberania nacional, sendo irrelevante, a este nível, o maior ou menor grau de autonomia ou de dependência dos bancos centrais nacionais relativamente aos respectivos governos. O nº 3 do art. 14º dos Estatutos do SEBC determina expressamente que “os bancos centrais nacionais constituem parte integrante do SEBC, devendo actuar em conformidade com as orientações e instruções do BCE”. Do ponto de vista jurídico, é um estranho poder este de uma entidade poder impor orientações e instruções a pessoas jurídicas diferentes dela.

A adopção da moeda única significa que os países da CE que deixaram de ter moeda própria estão impossibilitados de recorrer, autonomamente (soberanamente), à política monetária e à política cambial como instrumentos de política económica (estímulo ao crescimento, combate ao desemprego e promoção do pleno emprego, controlo da inflação).

O sistema consagrado no TUE, inspirado numa perspectiva monetarista, claramente “fundamentalista”, acerca da estabilidade monetária, configura, a nosso ver, uma solução qualitativamente (muito) diferente daquela que consideramos uma solução razoável (conveniente) da questão da autonomia dos bancos centrais, traduzindo-se numa amputação significativa da soberania nacional dos países que adoptaram o euro como moeda, ainda por cima com a grave limitação resultante do enfeudamento da política monetária ao serviço exclusivo da estabilidade dos preços.

3.2. Outros constrangimentos da maior relevância resultam da nova redacção do art. 121 do Tratado de Roma e do acordado no *Pacto de Estabilidade e Crescimento* (Resolução do Conselho Europeu de Amesterdão, nº 97/C236/01, de 17 de junho, e dois regulamentos do Conselho: Regulamento CE nº 1.466/97 e Regulamento CE nº 1.467/97, ambos de 7 de julho), que impõem aos Estados que integram a UEM rígidos critérios de actuação, limitadores da sua soberania.

Em primeiro lugar, no que toca à *estabilidade dos preços*, que o Conselho Geral do BCE definiu, no início de Outubro de 1998, enquanto *objectivo que se projecta a médio prazo* e que deve ser *mantido a médio prazo*, como “um aumento homólogo do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor para a área do euro inferior a 2%”.

Em segundo lugar, estão sujeitos a critérios rígidos também quanto à relação entre o *défi ce orçamental* e o PIB a preços de mercado (máximo de 3%) e à relação entre a *dívida pública* e o PIB a preços de mercado (máximo de 60%).

Quer dizer: os países aderentes ao euro deixaram também de poder contar com uma *política financeira* definida soberanamente.

3.3. Também a *política orçamental* fica praticamente excluída da soberania nacional.

Na verdade, o próprio conteúdo do orçamento das despesas (ou seja, as prioridades políticas que nele se reflectem) é em larga medida condicionado pelas decisões das instâncias comunitárias, ao definirem, por um lado, as *prioridades das políticas comunitárias* (que podem não coincidir com as de cada um dos Estados-membros, especialmente as

de um pequeno país periférico, atrasado e desigual como é Portugal) e, por outro lado, *critérios de elegibilidade* dos projectos financiáveis pelos fundos comunitários.

Acresce que, enquanto houver fundos comunitários, cada país que queira beneficiar deles tem de contribuir com a sua parte do financiamento dos projectos elegíveis, o que implica a afectação de verbas inscritas no Orçamento de Estado. Se a estas verbas somarmos as verbas destinadas a cobrir as despesas praticamente incompressíveis (uma percentagem significativa da despesa pública), pouco dinheiro resta para financiar opções autónomas de despesa (sobretudo nos países mais pobres, como Portugal).

3.4. Perante o elenco de *políticas comuns* constante do art. 3º do Tratado de Roma (política agrícola e de pescas comum; política comercial comum; política comum no domínio dos transportes e do ambiente; regime único de defesa da concorrência no mercado interno, etc.) e num espaço caracterizado pela livre circulação de mercadorias, de serviços, de capitais e de pessoas, esvazia-se em boa medida o significado das *políticas sectoriais* contempladas na Constituição da República Portuguesa (política agrícola, política industrial, política comercial).

3.5. A perda da soberania nestes domínios é agravada pela perda resultante da alienação do *sector empresarial do estado*. Com efeito, a política de privatizações (fruto, essencialmente, da obediência aos cânones neoliberais impostos pelas centrais produtoras do “pensamento único”) retirou ao Governo português qualquer possibilidade de *intervenção directa na economia* enquanto empresário com presença relevante em sectores estratégicos, com fortes efeitos de irradiação em outros sectores da economia.

3.6. Apesar das perdas de soberania provocadas pelo processo de integração europeia, a União Europeia não é um estado federal. Não tem um governo federal. E não tem um orçamento federal, um orçamento com capacidade redistributiva. Este teria de representar, no mínimo, 10% do PIB comunitário, muito longe da cifra actual (o orçamento para 2002 ficou-se por 1,02% do PNB dos Estados-membros da CE, sendo esta a percentagem mais baixa da última década).

Em caso de crise grave num país como Portugal, não se vê que políticas (nacionais ou comunitárias) poderão ser mobilizadas para ultrapassar a crise. Nem onde poderão buscar-se os recursos financeiros indispensáveis para combater a crise.

3.7. Tendo em conta a baixa qualidade dos empresários portugueses (inferior, a não só ver, à qualificação média dos trabalhadores portugueses), a elevada percentagem da população portuguesa afectada pela iliteracia e o fraco nível de preparação profissional dos trabalhadores, corremos o risco, em Portugal, de que alguém leve a sério a ideia que a *política de rendimentos* (i.é, a *política salarial*, ou, talvez melhor, a política do “salário rocho salarial”) e a *política social* (ou seja, a política de congelamento ou de desmantelamento do nosso débil “estado social”) são as únicas políticas utilizáveis para salvaguardar a capacidade competitiva da nossa economia. A *política fiscal* também poderá ajudar, se o País optar por não cobrar impostos sobre os rendimentos do capital e/ou agravar os impostos indirectos (nomeadamente o IVA), que geram, em princípio, efeitos

de carácter regressivo do ponto de vista social e dificultam a concorrência das empresas portuguesas com empresas que produzem, em outros países da CE, bens idênticos menos tributados que podem adquirir-se livremente nesses países. Mas este caminho não será, seguramente, um caminho capaz de consolidar um mínimo aceitável de justiça social, e, tendo em conta os constrangimentos resultantes do Pacto de Estabilidade e Crescimento, dificilmente permitirá os investimentos estruturais que o País precisa de fazer, nomeadamente na educação e na investigação científica, na saúde e na habitação social, se quisermos construir uma dinâmica de desenvolvimento verdadeiro e sustentado.